أثر الحوكمة المؤسسية على أداء الشركات الصناعية المساهمة الأردنية

دراسة ميدانيه

إعداد

منجد معين مرجي

المشرف

الأستاذ الدكتور/ خالد الخطيب

المشرف المشارك

الدكتور / خليل نمر

قدّمت هذه الدراسة استكمالاً لمتطلبات الحصول على درجة الماجستير في المحاسبة

عمادة البحث العلمي والدراسات العليا

جامعة العلوم التطبيقية الخاصة

٢٠٠٩ / ٢٠١٠

إهـــــداء

إلـــى

والـدي ووالدتي حفظهما الله

زوجتي الغاليه

ولداي العزيزين فارس ويزن

أخـي وأخواتـي

شكر وتقدير

اشكر الله تعالى على فضله ورعايته لي بانجاز هذا البحث.

يقتضي الواجب والعرفان بالجميل وانا انهي إعداد هذا البحث ، ان أتقدم بخالص احترامي وتقديري وجزيل شكري للأساتذة الكرام ، الأستاذ الدكتور خالد الخطيب مشرفا ورئيسا للبحث والدكتور خليل نمر المشرف المشارك لما بذلاه من جهد في الاشراف على هذا البحث .
واوجه شكري وامتناني الى سعادة الدكتور هيثم ابوخديجه نائب رئيس مجلس ادارة الشركة العربية الدولية للتعليم والاستثمار لإتاحة الفرصة لي لإكمال دراسة الماجستير .

كما واتقدم بالشكر الجزيل الى نائب رئيس الجامعة الأستاذ الدكتور عصام ابو سليم ، والدكتور محفوظ جوده عميد كلية الاقتصاد والعلوم الاداريه ، والدكتور صالح العقده رئيس قسم المحاسبة ، وأعضاء الهيئة التدريسية في كلية الأفتصاد والعلوم الأداريه ، واخص بالذكر الدكتور إبراهيم منصور والدكتور قيس الكيلاني على ما قدموه لي من مساعده خلال انجاز هذا البحث .

واخيرا يتقدم الباحث بالشكر والتقدير الى السيد احمد ابوعرقوب المدير المالي وامجد أمين وهند أبو صفيه ومجدي بشناق ويوسف ابوصيام ، وكافة الزملاء في الدائرة المالية ، وكل الشكر لكل من ساهم في إتمام هذا البحث وإخراجه بالشكل اللائق .

الباحث

منجد مرجي

جدول المحتويات

رقم الصفحه

رقم الصفحه

رقم الصفحه

رقم الصفحه

<u>قائمة الجداول</u>

رقم الجدول	**الموضوع**	**رقم الصفحه**

رقم الجدول	الموضوع	رقم الصفحه

قائمة الأشكال

رقم الشكل	الموضوع	رقم الصفحه

أثر الحوكمة المؤسسية على أداء الشركات الصناعية المساهمة الأردنية

دراسة ميدانيه

إعداد

منجد معين مرجي

المشرف

الأستاذ الدكتور/ خالد الخطيب

المشرف المشارك

الدكتور / خليل نمر

الملخص

لقد اكتسبت العلاقة بين الحوكمة وأداء الشركات خلال العقد الماضي اهتماما كبيرا بين أوساط الأكاديميين والمستثمرين وصانعي السياسات الاقتصادية والمالية ، وذلك للاعتقاد السائد وعلى نطاق واسع بأن الحوكمه هي عامل مؤثر في تحسين أداء الشركات . لذلك جاءت هذه الدراسة لفحص العلاقة بين الحوكمة وأداء الشركات من خلال اختبار اثر مزيج بنية الملكية و سمات مجلس الأداره (حجم المجلس و الجمع بين منصبي المدير التنفيذي ورئيس مجلس الأداره) وتكلفة الوكالة والرفع المالي على أداء الشركات ممثلة في مقاييس الأداء المحاسبي العائد على الأصول و العائد على حقوق الملكية ومقاييس الأداء السوقي Tobin's Q وعائد السهم العادي ، بالاضافه إلى دراسة اثر حجم الشركة على الأداء ، وذلك لمعرفة فيما إذا كان هناك اية اختلافات في اثر متغيرات الحوكمة على أداء الشركات بين الشركات كبيرة وصغيرة الحجم .

لقد اعتمدت الدراسة على البيانات الثانوية ألمنشوره لعينه مكونه من ٢٠ شركه صناعية اردنيه مدرجه في بورصة عمان للأوراق المالية للفترة من (٢٠٠٣-٢٠٠٧) . لقد أشارت نتائج الانحدار الخطي المتعدد و تحليل التغاير الأحادي إلى وجود علاقة عكسية مؤثره لمزيج بنية الملكية على أداء الشركات باستثناء اثر المساهمة الأجنبية ، حيث كانت النتيجة ايجابيه على أداء الشركات ، واثر ايجابي لحجم الشركة و حجم مجلس الأداره على كل من Tobin’s Q و عائد السهم العادي . كذلك اظهرت نتائج الدراسة وجود علاقة عكسية مؤثره للرفع المالي على العائد الأصول و Tobin’s Q ، وعلاقة عكسية مؤثره لتكلفة الوكالة مع مقياسي الأداء السوقي Tobins Q و عائد السهم العادي و مقياس الأداء المحاسبي العائد على حقوق الملكية ، كذلك وجود علاقة عكسية هامه بين الجمع بين منصبي المدير التنفيذي و رئيس مجلس الأداره مع Tobin’s Q . لقد اوصت الدراسة بإلزام الشركات المدرجة في بورصة عمان للأوراق المالية بدليل قواعد حوكمة الشركات الصادر عن هيئة الأوراق المالية في عام ٢٠٠٨ ، كذلك الفصل بين منصبي المدير التنفيذي ورئيس مجلس الأداره .

الفصل الأول

الاطار العام للدراسه

١.1 مقدمة

عرّفت منظمة التعاون الاقتصادي والتنمية (OECD) الحوكمة (Corporate governance) على أنها : ***" مجموعة من العلاقات فيما بين القائمين على إدارة الشركة ومجلس الإدارة وحملة الأسهم وغيرهم من المساهمين "*** . كما عرفها (Shleifer and vishny , 1997) على مجموعة من الآليات المصممة لتخفيف أثر مشكلة الوكالة في الشركة من أجل حماية مصالح جميع الأطراف المرتبطة وتحسين الأداء، والتأكيد على حصول المستثمرين على الحوكمة مجموعة من الآليات التي من خلالها يستطيع أنفسهم ضد ملكية المستثمرين الداخليين (المديرين al, 2000) ، وتعتبر العلاقة بين الحوكمة وقيمة الشركه وسياسات تنظيمية عامة (Rashid , 2008).

من الممكن تقسيم آليات الحوكمة إلى آليات رقابة الملكية، وسمات مجلس الإدارة، والإشراف الخارجي الآليات الخارجية فتتمثل في النظام القانوني ، (et al, 1999) و(Denis and McConnell, 2003).

على الرغم من وجود قواعد للحوكمة منذ فترات طويلة جداً ابتدأت مع ظهور الشركات المساهمة ونظرية الوكالة، إلا أن الحاجة أصبحت ملحة في الآونة الأخيرة إلى الزام الشركات على تطبيق هذه القواعد كنتيجة لسوء ممارسات الإدارة، والتي تمثلت في سلسلة من الانهيارات لكبرى الشركات العالمية مثل شركة أدلفيا وأنرون وورلد كوم. حيث أدت هذه الانهيارات إلى ظهور قانون (Surbans-oxley act 2002) في الولايات المتحدة
الأمريكية والمتعلق بتطبيق حوكمة الشركات. بالإضافة
إن الأردن كدولة منفتحة اقتصاديا، ليست بمعزل عن
إلى ذلك، فقد أبرزت الأزمة المالية العالمية الأخيرة
الأزمات المالية، بالإضافة إلى أن مفهوم الشركات
مدى الحاجة الماسة إلى تطبيق حوكمة الشركات من أجل
إلى حد كبير كمفهوم مالي ومحاسبي للعديد من فئات
المحافظة على حقوق الأطراف المرتبطة بالشركه
المستثمرين في بورصة عمان للأوراق المالية في
ولضمان استمراريتها في المستقبل المنظور.

المفهوم وقبوله بين المستثمرين. بناءً عليه، كان من
في الأردن بالبدء بوضع قواعد لحوكمة الشركات من أجل
صدر دليل حوكمة الشركات في الأردن والصادر عن هيئة
قامت دائرة مراقبة الشركات في الأردن بفسخ عدد كبير
المال وتآكل حقوق المساهمين فيها وسوء الإدارة،
www.amawi.info

١.2 مشكلة الدراسة

إن حوكمة الشركات الجيدة تساهم في تعزيز التنمية
الاقتصادية من خلال تعزيز أداء الشركات وزيادة
قدرتها في الحصول على رأس المال الخارجي، ففي الأسواق
الناشئة تخدم الحوكمة الجيدة عدداً من أهداف
السياسات العامة وهي التقليل من إمكانية التعرض
للأزمات المالية، تعزيز حقوق الملكيه، تخفيض تكلفة
المعاملات، تخفيض تكلفة رأس المال وتؤدي إلى تطوير
سوق رأس المال (Javed and Iqbal , 2007). وبالرغم من أن
الأبحاث السابقة التي أجريت والتي ألقت بعض الضوء
ومنذ بداية نشأة الشركات المساهمة وظهور نظرية
على دور حوكمة الشركات، فقد جاءت بعض نتائج
الوكالة التي تعالج موضوع تضارب المصالح (Conflict of)
الدراسات المماثلة أحياناً متناقضة وأحياناً متسقة
Interest ، إلا أن هذه المشكلة تفاقمت في العقد الأخير
(Larcker et al , 2004)، وقد يعود السبب في ذلك إلى أن
نتيجة لمجموعة من العوامل، والتي من أهمها ازدياد حجم
موضوع حوكمة الشركات لا زال محط جدل الباحثين نظراً
المبالغ المستثمرة في هذه الشركات إلى مبالغ تصل إلى
لعدم الوصول بعد إلى نتائج حاسمة.
المليارات وأحياناً التريليونات، وبالتالي فإن

الآثار المترتبة على إفلاس هذه الشركات أصبحت خطيرة

جداً وتمس شريحة واسعة جدا من المستثمرين
هذه العوامل والأحداث دفعت العديد من دول العالم
والدائنين، بالإضافة إلى أن الإفلاسات الأخيرة لبعض
والتعليمات بشأن مفهوم الحوكمة كمحاولة لحماية
الشركات الضخمة في بدايات العقد الحالي والتي
من غير كبار الملاك الممثلين في أعضاء مجلس الإدارة
ارتبطت ارتباطاً مباشراً مع مفهوم حوكمة الشركات
بإصدار مجموعة من القوانين لحماية ذوي المصالح في
والنتائج المترتبة عليها.
الفصل بين ملكية الشركة وإداراتها، بالإضافة إلى

عن الإدارة مثل لجان التدقيق، والخارجي. هذه الإجراءات يفترض أن الشركات حيث أنها تحمي مصالح كل الأطراف مما يؤدي إلى دفع الإدارة إلى السعي بكل طاقاتها للعمل لمصلحة الشركة والملاك بدلاً من السعي لتحقيق مصالحها الخاصة.

لذلك جاءت هذه الدراسة لتبحث في أثر تطبيق مبادئ حوكمة الشركات الداخلية، الرفع المالي، وتكاليف الوكالة على أداء الشركات الصناعية الأردنية،
أولاً: هل تؤثر بنية الملكية على أداء الشركات
وكمحاولة للإجابة على الأسئلة التالية:
ثانياً: هل تؤثر سمات مجلس الإدارة المتمثلة في حجم المجلس والجمع بين منصبي المدير التنفيذي
ثالثاً: هل تؤثر تكلفة الوكالة على أداء الشركات الصناعية
رابعاً: هل يؤثر الرفع المالي على أداء الشركات
خامساً: هل يؤثر حجم الشركة على أداء الشركات الصناعية الأردنية؟

1.3 أهداف الدراسة

كون هذه الدراسة تركز على فحص أثر تطبيق مبادئ حوكمة الشركات الداخلية وتكلفة الوكالة والرفع المالي على أداء الشركات الصناعية الأردنية، فمن الممكن تحديد أهداف الدراسة في النقاط التالية:

١. توضيح العلاقة بين بنية الملكية وأداء الشركات
٢. توضيح العلاقة بين حجم مجلس الإدارة وأداء
٣. فحص تأثير الجمع بين منصبي المدير التنفيذي ورئيس مجلس الإدارة على أداء الشركات الصناعية الأردنية.
٤. توضيح مدى تأثير تكلفة الوكالة على أداء الشركات.
٥. توضيح مدى تأثير الرفع المالي على أداء
٦. توضيح تأثير حجم الشركة على أداء الشركات الصناعية الأردنية.

1.4 أهمية الدراسة

إن تركيز هذه الدراسة على العلاقة بين مزيج بنية الرفع المالي وأداء الشركات الصناعية الأردنية له

- ما زال موضوع حوكمة الشركات حديث العهد في البيئة الأردنية، وهذا يفسر قلة عدد الدراسات التي أجريت في هذا المجال، وبالتالي لا يوجد نتائج
- تركيلسمزة ملاعظتبمالدراسوامات التلحويكأجريلالت فخلية الأردن على اختبار أثر تركز الملكية وليس اثر مزيج الملكية
- تعقبلىرالأهداعذه الدراسة الأولى في الأردن التي اختبرت
- تعأتبثرترك هفقذا الدرواكالقة مقخلصأدلعة كالشروك العينة التي أجريت عليها الاختبارات تضمنت عينة من الشركات الصناعية فقط على عكس الدراسات الأخرى التي
- اسلختبرتختمتزهيجالمذوالدراالشركالةمقذلتاباليلى نمشختالفطاللةلختلفبعض المتغيرات، وذلك لاختبار أثر تغير القياس على

1.5 ادلتدارئج سالاتر الدعدا بقه

أولاً : الدراسات العربية

١. **دراسة Jaafar and El-Shawa 2009 ,** بعنوان " تركز الملكية، سمات مجلس الإدارة والأداء " ، هدفت الدراسة إلى اختبار أثر تركز الملكية وسمات مجلس الإدارة على أداء الشركات الأردنية من خلال عينة مكونة من ١٠٣ شركات ذات النشاط المختلف مدرجة في بورصة عمان للأوراق المالية للفترة من ٢٠٠٢ – ٢٠٠٥ وقد استخدمت الدراسة طريقة المربعات الصغرى على مرحلتين (2SLS) , وقد أشارت نتائج الدراسة إلى أن تركز الملكية والجمع بين

٢. **مزطسبية المـ2009 دير الـZeitun** بنعي ورئـوانس" بنيجلسق الإلكيارة وحجة، أدلم المجلى اختبلهارا أثر بنهةم والملكيابقي (علمزيأجاع والشركركات) عليلأرة فكونقة من ١٦٧ شركة مدرجة في بورصة عمان – ٢٠٠٦، مستخدماً طريقة المربعات الصغرى العادية الصغرى المعممة (Generlaized Least Square)، وقد أظهرت من مزيج بنية الملكية وتركزها تلعب دوراً في

كما أظهرت النتائج أيضاً وجود علاقة سلبية بين
الأصول (ROA) و(Tobin'sQ) وعلاقة إيجابية مع نسبة
قيمته الدفترية (MBVR) . كذلك وجدت الدراسة
الحكومة و(ROA) ، أما باقي مزيج بنية الملكية له
(Tobin'sQ). ويرتبط قياس الأداء من خلال (ROA) بعلاقة
مساهمة المؤسسات وبشكل إيجابي مع (MBVR) . وقد
الملكية للتنبؤ بفشل الشركات حيث خلصت إلى أن
أداء الشركات وقد اقترحت الدراسة ، من اجل رفع
الإعسار، أنه من الأفضل تخفيض حصة الحكومة من
الحاجة إلى نسبة معينة من تركز الملكية من أجل
الإعسار.

٣. **دراسة , Abdel Salam et al 2008** بعنوان " تشكيلة مجلس
وسياسة توزيع الأرباح " هدفت هذه الدراسة إلى
الملكية على سياسة توزيع الأرباح في مصر من خلال
من ٢٠٠٣ – ٢٠٠٥ وقد استخدمت الدراسة طريقة
Regression) ، وقد خلصت الدراسة إلى وجود علاقة
المؤسسات وأداء الشركات وكل من سياسة توزيع
أكدت نتائج الدراسة أن الشركات التي تتمتع
مرتفعه لمساهمة المؤسسات تقوم بتوزيع أرباح
لايوجد علاقة مهمة ومؤثرة بين تشكيلة مجلس الإدارة

٤. **دراسة Zeitun and Tian 2007,** بعنوان " هل تؤثر بنية
ومخاطر الإعسار "، هدفت الدراسة إلى اختبار أثر
الشركات ومخاطر الإعسار من خلال اختبار عينة
النشاط المختلف مدرجة في بورصة عمان للأوراق
٢٠٠٢ ، وقد استخدمت الدراسة طريقة المربعات
المربعات الصغرى المعممة (Generlaized Least Square)،

إلى أن بنية الملكية لها أثر مهم على أداء (ROA)، كما وجدت الدراسة أيضاً أن مساهمة الحكومة على الأصول، والعائد على حقوق الملكية، ولكن .(Tobin's Q)

5 . دراسة Al-Khouri ٢٠٠٦, بعنوان " حوكمة الشركات وقيمة المنشأة "هدفت هذه الدراسة إلى استكشاف العلاقة بين تركز الملكية وقيمة المنشأة من خلال اختبار ٨٩ شركة صناعية وخدمية مدرجة في بورصة عمان على مدى الفترة من ١٩٩٨-٢٠٠١، وقد اختبرت هذه الدراسة دور حملة أغلبية الأسهم (المؤسسات الاستثمارية غير الأعضاء في مجلس الإدارة، والمؤسسات الاستثمارية ألأعضاء في مجلس الإدارة ، حصة ملكية مجلس الإدارة والسياسة المالية في الشركة مثل هيكل رأس المال) في رقابة الإجراءات الإدارية التي يمكن ان تقود- في المتوسط- الى تحسين قيمة الشركة في السوق الناشئة الأردنية . لقد استخدمت الدراسة أسلوب الانحدار المجزأ (Piecewise Regression Model)، وقد أظهرت نتائج الدراسة وجود علاقة إيجابية ومؤثرة بين ملكية الأسهم التي تزيد عن ٢٥% من قبل مجلس الإدارة، والمؤسسات الاستثمارية الأعضاء وغير الأعضاء في مجلس الإدارة وقيمة المنشأة. كما توصلت الدراسة إلى عدم وجود علاقة بين الملكيات السابقة وقيمة المنشأة عندما

[illegible]

[illegible]

المنشأة إذا كانت ملكيته أقل من ٥%، أما الرفع المالي

6. دراسة , ٢٠٠٣ Abdel Shahid بعنوان " هل تؤثر بنية

فيرتبط بعلاقة إيجابية مؤثرة مع قيمة المنشأة عند

هدفت الدراسة إلى بلورة فيما إذا كان هناك هيمنة

ارتباط ملكية المؤسسات غير الأعضاء في مجلس الإدارة مع

الشركات ذات التداول النشط في سوقي القاهرة

قيمة المنشأة، وهذا قد يعني أن الدائنين يعملون

الدراسة فيما إذا كانت بنية الملكية تؤثر في بعض

كمراقبين تكميلين لقيمة المنشأة جنباً إلى جنب مع

المؤسسات الاستثمارية غير الأعضاء في مجلس الإدارة .

وفي النهايه خلصت الدراسه إلى أن حملة أغلبية

المدرجـــــة فــــي الســــوقين، وذلـــك مــــن خــــلال اختبـــار ٩٠ شـــركة ســــوقي القــــاهرة والإســــكندرية للعــــام ٢٠٠٠، وقــــد اســــتخدمت العاديـــــة (OLS)، وكانـــــت نتيجـــــة الدراســــة أن توزيـــــع حصـــــص متعلقـــــة بــــأداء الشــــركات ولـــــيس أداء الســـــوق، وهـــــذا تؤ ثر علی أداء الشركات.

ثانياً: الدراسات الأجنبية

١. **دراسة , Ehikioya ٢٠٠٩** بعنوان "هيكلية حوكمة الشركات وأداء المنشأة " هدفت الدراسة إلى اختبار هيكلية حوكمة الشركات وأداء المنشآت النيجيرية، من خلال عينة مكونة من ١٠٧ شركات مدرجة في سوق نيجيريا للأوراق المالية للفترة من ١٩٩٨-٢٠٠٢ ، وقد استخدمت الدراسة طريقة الانحدار الخطي المتعدد (Multiple Regression) في تحليل البيانات ، وكانت نتيجة الدراسة أن تركز الملكية له أثر إيجابي على الأداء، كذلك أظهرت النتائج أن تشكيلة مجلس الإدارة لا يؤثر على الأداء، أما الجمع بين منصبي المدير التنفيذي ورئيس مجلس الإدارة له أثر سلبي على الأداء، كذلك وجدت الدراسه أن حجم الشركة له أثر إيجابي وسلبي على الأداء، أما الرفع المالي فله أثر إيجابي على الأداء، وقد أضافت الدراسة متغيراً جديداً هو وجود أكثر من عضو عائلي في المجلس، ولوحظ من النتائج أن له أثراً سلبياً على الأداء.

٢. **دراسة , Dunn and Sainty 2009** بعنوان " العلاقة بين سمات مجلس الإدارة، الأداء الاجتماعي والأداء المالي للشركات " ، هدفت الدراسة إلى اختبار العلاقة بين المقاييس النوعية لسمات مجلس الإدارة والأداء الاجتماعي للشركات، من خلال عينة مكونة من ١٠٤ شركات كنديه مدرجة في السوق المالي للفترة من ٢٠٠٢ – ٢٠٠٦، وقد استخدمت الدراسة أسلوب تحليل الأنحدار الخطي المتعدد (Multiple Regression) لتحليل البيانات ، ولقد أظهرت نتائج الدراسة أن استقلالية المجلس تؤثر إيجابيا على الأداء الاجتماعي للشركة، وكذلك وجود علاقة إيجابية بين الأداء الاجتماعي والديون.

٣. **دراسة , Haat et al 2008** بعنوان "الحوكمة، الشفافية وأداء الشركات الماليزية" هدفت الدراسة إلى اختبار أثر الحوكمة الجيدة على الشفافية وأداء الشركات الماليزية المدرجة في سوق الأوراق المالية للعام ٢٠٠٢ ، وقد استخدمت الدراسة طريقة (Hierarchical Regression) وكانت نتيجة الدراسة أن عوامل الحوكمة لها قوه تنبؤيه

علـى أداء الشـركات . وبشـكل أساسـي علـى رقابـة الـديون والمسـاهمة الأجنبيـة وان هنـاك علاقـة سـلبية بـين جـودة التـدقيق وأداء الشـركات، كمـا أن الأداء لا يـرتبط مـع مسـتوى الإفصـاحات وتوقيـت تلـك الإفصـاحات، وقـد أشـارت النتـائج أيضـاً إلـى أن الإفصـاحات وتوقيتها ليست عوامل مؤثرة في العلاقة بين الحوكمة وأداء الشركات.

٤ . **دراسة Lam and lee 2007,** بعنـوان " الجمـع بـين وظيفتـي المـدير التنفيـذي ورئـيس مجلـس الإدارة وأداء الشـركات فـي هونـغ كونـغ"، تركـزت عينـة البحـث علـى ١٢٨ شـركة مدرجـة فـي السـوق المـالي فـي هونـغ كونـغ للعـام ٢٠٠٣، وقـد اسـتخدمت الدراسـة طريقـة الانحـدار متعـدد المتغيـرات (Multivariate Regression)، وكانـت نتيجـة الدراسـة بأنـه لا نظريـة الوكالـة ولا نظريـة الأشـراف وحـدها مـن الممكـن أن تفسـر وبشـكل ملائـم أثـر الجمـع بـين منصـبي المـدير التنفيـذي ورئـيس

٥ . **دراسة Imam and Malik 2007,** بعنـوان " أداء الشـركات ، مجلـس الإدارة والأداء المـالي للشـركات فـي وجـود حوكمـة الشـركات مـن خـلال بنيـة الملكيـة"، قـام عامـل الرقابـة العـائلي، إن فصـل المنصـبين يعتبـر الباحثـان باختبـار أثـر الحوكمـة مـن خـلال دراسـة جيـداً فـي حالـة الشـركات غيـر العائليـة أمـا عـدم بنيـة الملكيـة وأثرهـا علـى أداء الشـركات كدراسـة
ا ل فصل ف يك و ن أ فضل في حـ ا ل ة ا ل شر ك ات ا ل ع ا ئ ل ي ة.
توزيعـات الأربـاح وتأثرهـا بالنمـاذج المختلفـة لبنيـة الملكيـة ، ولقـد تضـمنت عينـة الدراسـة الشـركات غيـر الماليـة الـذي بلـغ عـددها ١٤٥ شـركة وقـد اسـتخدمت الدراسـة طريقـة الانحـدار الخطـي المتعـدد (Multiple Regression). وكانـت نتيجـة الدراسـة

6. دراسة Kyereboah-Coleman and Biekpe 2006 , بعنوان " العلاقة بين حوكمة الشركات والأداء في قطاع التصدير غير التقليدي في غانا" هدفت الدراسة إلى اختبار العلاقة بين حوكمة الشركات والأداء في قطاع التصدير غير التقليدي في غانا، من خلال دراسة عينة مكونة من ٠٠ شركة للفترة ... وقد استخدمت الدراسة لتحليل البيانات طريقة الانحدار الخطي المتعدد (Multiple Regression) . وقد خلصت الدراسة إلى أنه ل م ز يد
ا ل أ د ا ء ا ل ف ع ال ي ن ب غي على ا ل شر كات ا ل ع ا م ل ة في ه ذ ا
أن تكفل وجود عدد أكبر من الاداريين غير التنفيذيين في مجالس إدارتها .

جدول رقم (٢-١)

ملخص نتائج الدراسات السابقه

Author(s)	Data	Corporate governance measures Indicators	Performance measures	Result
Jaafar and El-Shawa, 2009	103 Firms	Ownership concentration	ROA, Tobin'sQ	P , P
	2002-2005	CEO Duality	ROA, Tobin'sQ	P , Insig
	Jordan	Board size	ROA, Tobin'sQ	Insig , p
		Firm size	ROA, Tobin's Q	Insig , Insig
		Leverage	ROA, Tobin's Q	Insig , P

		Multiple Directship	ROA, Tobin's Q	P, Insig
Zeitun, 2009	167 Firms 1989-2006 Jordan	Gov., Inst., For., Citz. Gov., Inst., For., Citz. Firm size Debt	ROA Tobin's Q ROA , Tobins,Q ROA, Tobin's Q	N,N,Insig,P Insig,N,Insig,P P , N N , N
Abdel Salam et al . 2008	50 Firms 2003-2005 Egypt	Instown Board Size Manown Govown Independence of Board Freefloat (stock owned by outsiders)	DR , DD DR,DD DR,DD DR,DD DR,DD DR,DD	P,P Insig, Insig Insig,Insig Insig,Insig Insig,Insig Insig,Insig
Zeitun and Tian 2007	59 Firms 1989-2002 Jordan	Gov., Inst., For., Citz. Gov., Inst., For., Citz. Firm size Debt	ROA Tobin's Q ROA,Tobins,Q, ROE ROA, Tobin's Q	N,N,Insig,P Insig,N,Insig,P P , N , P N , N
Al-Khouri 2006	89 Firms 1998-2001 Jordan	Boardown over25% Instown(members) Over25% Instown(nonmembers) Over25% CEOown below 5% Leverage	Firm value Firm value Firm value Firm value Firm value	P P P N P

Author(s)	Data	Corporate governance measures Indicators	Performance measures	Result
Abdel shahid 2003	90 Firms 2000 Egypt	Holding companies Public Own Instiutional Own Management Own	ROE, ROA, P/E , P/BV ROE, ROA, P/E , P/BV ROE, ROA, P/E , P/BV ROE, ROA, P/E , P/BV	P,P, Insig, Insig Insig,Insig, Insig,Insig Insig, Insig, Insig, Insig Insig , P, Insig, Insig
	107 Firms	Concentration	ROA , ROE, P/E , Tobin'sQ	P,P, Insig, N

Ehikioya 2009	1998-2002	Director share	ROA , ROE, P/E , Tobin'sQ	Insig, Insig, P, Insig
	Nigeria	Board size	ROA , ROE, P/E , Tobin'sQ	Insig, Insig, Insig , Insig
		Outside Director	ROA , ROE, P/E , Tobin'sQ	Insig, P, Insig , Insig
		Board Skill	ROA , ROE, P/E , Tobin'sQ	Insig, Insig, Insig , Insig
		CEO Duality	ROA , ROE, P/E , Tobin'sQ	Insig, P, N , Insig
		Firm Size	ROA , ROE, P/E , Tobin'sQ	P,P,Insig,P
		Relative on Board	ROA , ROE, P/E , Tobin'sQ	P,P,Insig,Insig
		Firmage	ROA , ROE, P/E , Tobin'sQ	P,N,Insig,P
Dunn and Sainty, 2009	104 Firms	Board Characterstics	EPS, ROE, Size, Leverage	P,P,Insig,P
	2002-2006		Corporate governance orientation	N
	Canada		Independence	P
Haat et al 2008	All Firms	Firm size	Tobin'sQ	P
	2002	Ownership financing	Tobin'sQ	P
	Malaysia	Duality	Tobin'sQ	N
Lam and lee 2007	128 Firms	CEO Duality	ROA , ROE, ROCE,MBVR	N,Insig,N,N
	2003	BDC	ROA , ROE, ROCE,MBVR	N,Insig,N,Insig
	Hong Kong	Debt to equity ratio	ROA , ROE, ROCE,MBVR	N,Insig,Insig, P
	(Full Sample)	Firm Size (Total assets)	ROA , ROE, ROCE,MBVR	N,N,Insig,Insig
		Firm Size (Total Sales)	ROA , ROE, ROCE,MBVR	Insig,P,P,P

Author(s)	Data	Corporate governance measures Indicators	Performance measures	Result
Imam and Malik , 2007	201 Firms	Gov.Ownership	Tobin's Q	N
	2000-2003	Inst.Ownership	Tobin's Q	P
	Bangaladish	For. Ownership	Tobin's Q	P
		Gen.Public	Tobin's Q	N
Kyereboah-Coleman and Biekpe , 2006	100 Firms	BDC	ROA,ROE	P, Insig
	1995-2004	Firm size	ROA,ROE, GRW	Insig.P,Insig
	Ghana	CEO	ROA, ROE, GRW	N , P, Insig
		Debt Structure	ROA,ROE,GRW	P,Insig,P

فيما يلي تعريفا لبعض المختصرات الوارده في الجدول اعلاه:

ROA : Return on Assets
ROE : Return on Equity
EPS : Earning per share
P/E : Price earning ratio
GOV: Government ownership
GOVOWN : Government ownership
INSTOWN : Institutuions ownership
INST: Institutions ownership
FOR : Foreign ownership
Gen : General ownership
Citz : Citizen
CEOOWN : Chief executive officer ownership
BDC : Board size
Manown : Individual ownership
DR : Dividend ratio
DD : Distributed Dividends
P/BV : Price to book value ratio
P : Significant Positive relation
N :Significant Negative relation
Insig : Insignificant relation
GRW : Growth
MBVR : Market to book ratio

1.6 ما يميز هذه الدراسة عن الدراسات السابقة

إن معظم الدراسات التي أجريت في مجال حوكمة الشركات كانت في الدول المتطورة (أوروبا، أمريكا، استراليا وبعض دول شرق آسيا) والتي تتمتع ببيئات متطورة من الأسواق المالية والقانونية والاجتماعية ، لذلك أجري هذا البحث لإلقاء مزيداً من الضوء على حوكمة الشركات في بيئة ناشئة هذا من ناحية، ومن ناحية أخرى فقد جاء هذا البحث لدراسة بعض
١ – تكلفة الوكالة : لم تتطرق الدراسات التي أجريت في
المتغيرات التي لم تتطرق إليها الدراسات السابقة في

الأبحاث التي أجريت في هذا المجال في البيئة الأردنية من خلال دراسة عوامل جديدة وهي على النحو التالي:

أداء الشركات، وقد اختير هذا المتغير للسببين

أ – وجود مثل هذه التكلفة في البيئات الناشئة نتيجة

دراسات مقارنة بين الدول المتطورة والناشئة

والتي أجريت على هذا العامل مثل دراسة (Rashid , 2008) ,

ب – والدراسات التي أجريت على البيئات الناشئة بتكاليف الوكالة [illegible]

الوكالة [illegible] (Javed and Iqbal , 2007) [illegible] تظهر من خلال

٢ – [illegible] تكاليف وتعويضات استبدال

[illegible] متخصصة لتسعير أصول الشركات ، فقد

المعادلة من خلال عكس تأثير معدلات التضخم على

لتخفيف أثر عدم التوصل إلى تكلفة استبدال الأصول

الكثير من الدراسات السابقة التي اكتفت

Q بدون تعديل ، وفي رأي الباحث ان هذا الأجراء يمكن

أفضل أو قريب إلى الواقع.

٣ – لقد تضمنت مؤشرات الأداء مؤشراً جديداً لم تتطرق

الدراسات السابقة التي أجريت في الأردن الى

اختباره، وهذا المؤشر هو عائد السهم العادي (EPS)

والذي يعتمد على أداء السوق أيضاً، حيث يعتبر هذا المؤشر مهماً

لإدارة الشركة كونه يمثل نتيجة مجهوداتها، وأيضاً

للمساهمين كونه يمثل مقدار العائد على كل سهم

1.7 نظرية الوكالة (Agency Theory)

[illegible] قيمة مساهماتهم.

إن جوهر نظرية الوكالة هو تمثيل الوكيل لخدمة المصالح الشخصية الخاصة به ويهمل مصالح الأصيل (مساهمي الشركة). ويصف (Jensen and Meckling, 1976) علاقة الوكالة بأنها عقد يقوم بموجبه واحد أو أكثر من الأفراد (الأصيل) بتعيين واحد أو أكثر (الوكيل) لانجاز بعض الأعمال والخدمات بالنيابة عنه، وبالمقابل يفوض الأصيل الوكيل باتخاذ بعض القرارات . حيث تفترض نظرية الوكالة :–

- تمتع كل من الوكيل و الأصيل بالرشد الاقتصادي.
- اختلاف أهداف كل منهما، فالأصيل يسعى إلى الحصول على أكبر جهد وعمل من الوكيل مقابل أجور وحوافز ، أما الوكيل فيسعى للحصول على حوافز مجزيه.

- اختلاف المخاطر بين كليهما ، فمخاطر الأصيل تتضمن عدم تعظيم ثروته أو خسارتها ، بينما الوكيل في فقدانه لمنصبه ، ويرجع ذلك إلى عدم قدرة

وكنتيجة لتعارض المصالح بين الأصيل والوكيل وملاك الشركة والأطراف الأخرى يظهر ما يدعى بمشكلة تعارض المصالح (Conflict of Interest)، ويمكن تعريف هذه المشكلة على أنها نوع من التكلفة الداخلية التي تنشأ نتيجة تعارض المصالح بين الوكيل ومالكي الشركة ، أو هي التكلفة التي يجب دفعها إلى الوكيل نيابة عن الأصيل، وتأخذ تكلفة الوكالة شكل اتخاذ قرارات تفضيلية لتحقيق المصالح الشخصية مما يؤدي إلى تخفيض ثروة الملاك ، ويرى (Eisenberg et al 1998) أن مشكلة الوكالة تظهر :-

- عند تعارض مصالح الأصيل والوكيل

- الصعوبة التي يواجهها الأصيل في التحقق بما يقوم به الوكيل وبالنتيجة تصبح رقابة الوكيل أساسية مما قد يؤدي إلى تحسين أداء الشركة، مع

لقد ارتفعت تكاليف الوكالة الناتجة عن الرقابة والتوثيق في الشركات نظراً لفصل الملكية عن الإدارة ، توسع المشروعات، تعدد منظمات الأعمال، وتركيز المستثمر على أداء المنشاة وعوائد استثماره في الأمد القصير ،ويمكن أن تظهر تكاليف الوكالة بأشكال متعددة منها سلوك تحقيق المصالح لبعض المديرين، قرارات غير مثالية تتعلق بالاستثمار والغش والاحتيال في حسابات الشركة، وكنتيجة لهذه الممارسات فإن أثرها يتخذ شكلاً سلبياً يتمثل في القضاء على ثروة المساهمين، وبشكل أوسع على حقوق الأطراف المرتبطة بالشركة مثل الدائنين،

إن تكلفة الوكالة هي تكلفة حتمية ويجب أن إيجابية تؤدي إلى تعظيم ثروة الأصيل ، واستنادا إلى (Jensen and , 1983) تتألف تكلفة الوكالة من التكاليف

١ - تكاليف الرقابة: تتضمن هذه التكلفة ، تكلفة تعيين مدقق حسابات خارجي والرواتب المدفوعة لقاء

٢ - تكاليف الرقابة الداخلية: يتحملها المساهمين هذه التكلفة مبدئيا إلا أنه يتم استرداد هذه الكلفة من خلال خطط تعويضات الإدارة . إن الإدارة الجيدة تحتاج إلى رقابة أقل وبالتالي يمكن أن يؤدي ذلك إلى تحسين قيمة المساهمين أو تعظيم ثروتهم .

٣ – التكاليف المتبقية : هي التكاليف التي تنتج عن تعيين مجلس إدارة مستقل حيث تتضمن هذه التكاليف تكاليف تعيينهم وحوافزهم ، إضافة لذلك فإن تلك التكاليف المتضمنة للوكالة السلبية للشركة الإجمالية (Jensen and Meckling, 1976) هي من خلال التعاقد الملائم عن طريق تحديد حقوق كل من الأصيل والوكيل، ويرى (Davis et al ,1997) في التركيز على الدرجة التي يتم فيها تعويض المديرين بطريقه تعمل على توفيق مصالحهم مع مصالح المساهمين وتوفيق اتساق الأهداف بين المديرين والمساهمين، أما (Fama and Jensen, 1983) فقد أشارا إلى أن الشركة التي بنية الملكية فيها موزعة أو مشتتة سوف تواجه تعارض في المصالح بين الوكيل والمساهمين، ولكن بتوفير آليات الرقابة يمكن أن تؤدي إلى خفض تكاليف الوكالة ، إلا أن تلك الآليات لها تكلفة تطبيق.

1.8 نظرية الإشراف (Stewardship Theory)

تم تطوير نظرية الإشراف من قبل (Davis et al , 1997) كاستراتيجية مضادة لنظرية الوكالة، وقد اعتمدت هذه النظرية على حقلي علم النفس والاجتماع وتفترض هذه النظرية أن المديرين هم مشرفو الشركة وهم يمثلون الأصيل خير تمثيل، وهذا يعني أن الوكيل يتخذ قراراته التي هي في صالح الشركة ويفضلها على مصالحه الشخصية، منطلقاً في ذلك العمل بشكل جاد وتام لصالح الشركة لاعتقاده أنه سيستفيد كثيراً في نهاية المطاف نتيجة ازدهار أعمال الشركة وبالتالي رفع قيمتها وأدائها.

- الاتصال المفتوح.

وهذا الفرض معاكس لما جاء في نظرية الوكالة وهو ان

- الثقة.

المدير يسعى لتحقيق مصالحه الشخصية ويفضلها على مصلحة الأصيل، ويرى مطورو النظرية أن فلسفة نظرية الإشراف تقوم على عدة عوامل هي :

- التوجيه طويل الأجل.
- تفويض السلطة.

ويرى (Hendry and Kiel , 2004) أن نظرية الإشراف تقوم بإظهار الوكلاء على أنهم مشرفون يقومون بمسؤولياتهم في الشركة وذلك لتحسين أدائها، ومن جانب آخر فقد قارن (Muth and Donaldson , 1998) نظرية الوكالة بنظرية الإشراف ووجدا أن نظرية الوكالة هي النموذج الجيد للواقع ، وقد أشار (Daily and Cannella , 2003) إلى أن الإدارة والمديرين هم مهتمون أيضاً بالحفاظ على سمعتهم كخبراء في اتخاذ القرارات.

جدول رقم (2-1)

المقارنة بين نظرية الإشراف ونظرية الوكالة

	البيـــان	نظرية الإشراف	نظرية الوكالة
1	وصف المدير	مشرف	وكيل
2	المدخل إلى الحوكمة	اجتماعي ونفسي	اقتصادي
3	نموذج السلوك	المشاركة، الانتماء	الانتهازية، تحقيق الذات،
4	دوافع العمل	تحقيق الاهداف الرئيسية	تحقيق اهدافهم الشخصية
5	المصلحة الرئيسية للمدير	التقارب	الاختلاف

6	موقف الملاك	الميل إلى المخاطرة	تجنب المخاطرة
7	العلاقة بين الملاك والمدراء	الثقة	الرقابة
8	الدافع	تحقيق معدلات نمو جيدة للشركة	اتخاذ قرارات عشوائية، وتحقيق
9	من جانب فلسفة الإدارة	المشاركة	الميل إلى الرقابة
10	من جانب المخاطرة	الثقة	الرقابة
11	الاطار الزمني للعمل	طويل الامد	قصير الامد
12	الاهداف	تحسين الأداء	مراقبة التكاليف

1.9 نظرية أصحاب المصلحة (Stakeholders Theory)

نظرية أصحاب المصلحة هي نظرية الإدارة التنظيمية وأخلاقيات الأعمال والتي تتناول الأخلاق والقيم في إدارة المنظمة، وكان (R . Edward Freeman) هو من طرح هذه النظرية في كتابه "الإدارة الاستراتيجية، مدخل أصحاب المصلحة" الذي أصدره في عام ١٩٨٤.
" إن الفكرة الأساسية التي بنيت عليها هذه النظرية هي أن الشركات، والمديرين التنفيذيين الذين يديرونها، ينبغي عليهم خلق قيمة مضافة للعملاء والموردين والموظفين، والمجتمعات المحلية، والممولين (أو المساهمين). وأننا في حاجة إلى عناية فائقة على كيفية إدارة هذه العلاقات والكيفية التي تمت بها خلق القيمة لأصحاب المصلحة هؤلاء. " ، حيث تفترض هذه النظرية ما يلي (Freeman,1984) :

١ - حتى يكون العمل ناجحاً يجب أن يكون قادراً على خلق

وللمجتمع ، ولممولية كالمساهمين والبنوك

٢ – لايمكن النظر إلى أصحاب المصلحة في الشركة كل على حدة، وإنما يتم النظر إلى مصالحهم على أنها تتماشى

٣ – جلنبلًى إالمى جـنيوين أن يكونوا على معرفة ودراية في كيفية تسيير مصالح تلك الأطراف في الاتجاه نفسه،

٤ – توتمـعـلمد للنظاكيلـفـقـة أطلحـلبى لطبليعصلحةالعلاقفسـالتابمعـلميل لأصحاب المصلحة والشركة ، وعلى الطريقة التي يتم بها تنفيذ المعاملات ، وبالتالي فإن النتائج

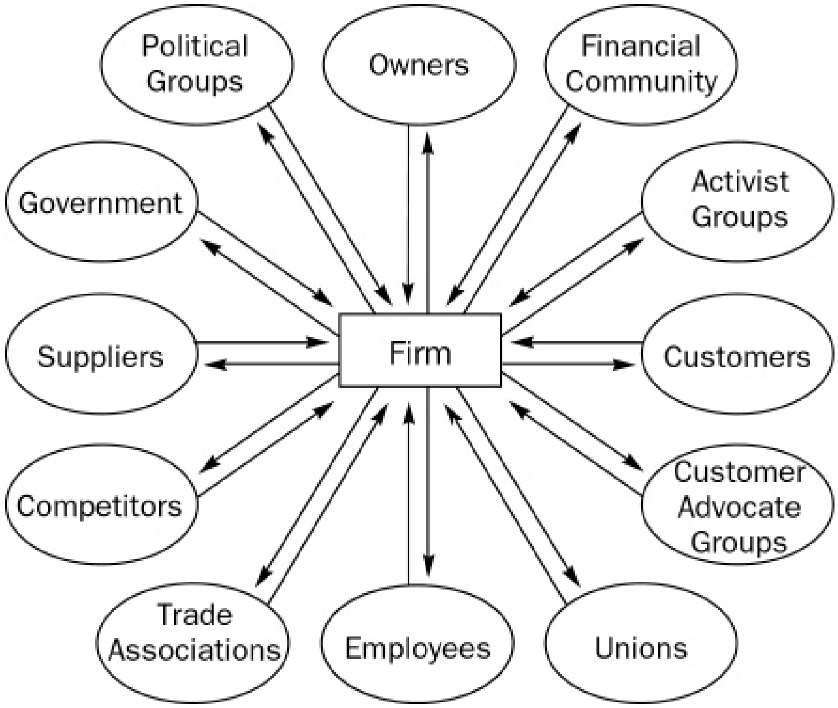
٥ – المتحققل العلاقيمكـة بـنيرأن الشـركةرو أطـلحلي اللمجتمـلحقشوأصكلاً مـحالين أشللمصلكحالة.العلاقات الاجتماعية وهذا يعني نشوء

يعـمسودؤ اسـليتنخدام لفي لظ شأصركـة حتاب المصأصحلحلمة لأوالمصلحرة.إلى عام ١٩٦٣، من خلال مذكرة داخلية في معهد ستانفورد للأبحاث، وقد عرف (Freeman, 1984) أصحاب المصلحة (Stakeholders) في الشركة، "***على أنها مجموعة أو فرد يمكن أن يؤثر أو يتأثر في تحقيق أهداف الشركة***"، وتشير (Caroll, 1989) إلى تمييز أصحاب المصالح في مجموعتين أوليه وثانوية، حيث إن المجموعة الأولية تشير إلى تلك الجهات الفاعلة التي ترتبط بعلاقة تعاقديه مباشره مع الشركة ، أما المجموعة الثانوية تشير إلى الجهات التي تقع على حدود الشركة والذين يمكن أن يتأثروا بأعمال الشركة دون وجود علاقة تعاقدية معها، أما (Phillipis, 2004) يشير إلى أن
يرى (Donaldson and Preston , 1995) أن هناك ثلاثة مناهج منفصلة من الناحية النظرية
الحد الأدنى لأصحاب المصلحة في الشركة يتمثلون في
لأصحاب المصلحة ، وهي نظرية أصحاب المصلحة الوصفية (Descriptive)، نظرية آلية
المجموعات التي قبلت الشركة منافعهم بشكل طوعي ،
أصحاب المصالح (Instrumental)، ونظرية أصحاب المصالح المعيارية (Normative)،
وبالمقابل المجموعات التي قبلت الشركة التزاماتهم ،
فالنظرية الوصفية تستخدم للوصف، وفي بعض الأحيان تفسر العمليات التشغيلية في الشركة، أما
وتشمل تلك المجموعات على سبيل المثال:(الممولين،
نظرية آلية أصحاب المصلحة فإنها تستخدم لمعرفة وجود أو عدم وجود علاقة بين ممارسات إدارة
الموظفين، الزبائن والموردين) .
أصحاب المصلحة وتحقيق الأهداف المختلفة للأداء المالي، ونظرية أصحاب المصلحة المعيارية

تستخدم لتفسير وظيفة الشركة وتحديد " الجوانب الأخلاقية أو الفلسفية" للعمليات التشغيلية في الشركة.

شكل رقم (١-١)

العلاقه بين الشركه والأطراف المرتبطه بها



(Freeman , 1984)

1.10 نظرية المساهمين (Stockholders Theory)

تنص نظرية المساهمين على أن المساهمين يقدمون رأس المال لمديري الشركة الذين يعملون كوكلاء في تحقيق مصالحهم، وقد تم تقديم هذه النظرية من قبل (Milton Friedman) الذي قال ***"إن هناك فقط مسؤولية اجتماعية واحده للأعمال، هي استخدام موارد الأعمال للانخراط في أنشطة تهدف إلى زيادة أرباحها طالما أنها تبقى ضمن قواعد اللعبة والتي تتضمن المنافسة المفتوحة والحرة دون اللجوء إلى الاحتيال"*** (Friedman, 1962) .

لقد ركزت هذه النظرية على عكس نظرية أصحاب المصلحة على صاحب مصلحه واحد وهم المساهمين دون الاهتمام بأصحاب المصلحة الآخرين والتي تربطهم علاقات مع الشركة، كذلك فإن هذه النظرية وضعت شروطاً مثل وجود سوق حرة، وجود منافسه نزيهة، وعدم ارتكاب الاحتيال لتحسين أداء الشركة، ويرى (Friedman, 1962) حتى مع وجود سوق حرة ، لا زالت الحاجة إلى الحكومة قائمه، لأن وجودها ضروري كمنتدى لتحديد قواعد اللعبة وكحكم لتفسير وتقرير القواعد المتفق عليها .

جدول رقم (3-1)

المقارنة بين نظرية المساهمين ونظرية اصحاب المصلحه

	البيان	نظرية المساهمين	نظرية اصحاب المصلحه
1	النطاق	المساهمين فقط	كافة الأطراف التي لها علاقه بالشركه بما فيها
2	المسؤوليه	منظمات الأعمال عليها التزام واحد فقط وهو	منظمات الأعمال عليها مسؤوليه اجتماعيه اتجاه الموظفين، العملاء، والمجتمع بشكل
3	الهدف	مراعاة حقوق ملكية المساهمين	- مراعاة حقوق وكرامة بما فيهم جميع الأطراف صالح

الفصل الثاني

حوكمة الشركات

٢.1 مقدمه

تعتبر الحوكمة إحدى المفاهيم الحديثة التي تعريف حوكمة الشركات من نواح مختلفة، فاستناداً إلى الحوكمة هي التي تتناول الطرق التي تضمن حصول ممولي استثماراتهم، أما (Monks and Minow, 1995) فقد عرف الحوكمة على أنها بموجبه يتم إدارة الشركة من خلال تفويض السلطة 2004 , claylor) على أنها العلاقة بين عناصر معينة الدراسة فإن الحوكمة يمكن تعريفها بشكل أكثر شموليه التي يتم بموجبها قيادة الشركة والتحكم بأعمالها من الشركة من اجل تحسين الأداء وضمان حصول جميع الأطراف على استثماراتهم وضمان حقوقهم.

لقد بينت الأزمة الماليه العالمية الأخيرة مدى إعادة هيكلة الأنظمة المالية والتي ركزت على مفهوم العالمية والإفلاسات لكبرى الشركات في العديد من

متطورة ، حيث كان أثر هذه الأزمات كبير جدا في الانكماش
بالإضافة إلى تأثيره على الاقتصاديات العربية التي لم
الأزمات ، وقد يعود سبب هذا التأثير إلى دخول معظم
وانضمامها إلى منظمات تجاريه عالميه مثل منظمة
بين الشركات على المستوى العالمي والمحلي على حد
وضع قواعد لحوكمة الشركات كان بدايتها في بريطانيا
تلتها الولايات المتحدة الأمريكية والدول الأخرى، وهنا
المالية بوضع قواعد لحوكمة الشركات والتي صدرت في

٢.2 لمحة تاريخية

لقد أدى ظهور الشركات المساهمة في القرن التاسع عشر إلى انفصال الملكية عن الإدارة نتيجة وجود عدد كبير من المساهمين الذين لا يستطيعون متابعة أعمال الشركة حيث ظهرت نظرية الوكالة من خلال انتخاب مجلس إدارة ينوب عن المساهمين في إدارة أعمال الشركة وكان أول من نادى بضرورة فصل الإدارة عن الملكية (Berle and Means, 1932) ولذلك كان أحد أهداف حوكمة الشركات هو
رأب الفجوة بين إدارة الشركة ومساهميها، وتخفيض
شهدت حقبة التسعينيات من القرن الماضي حراكاً
مخاطر الممارسات السلبية للإدارة على مستوى الشركة
جاز لنا التعبير أن نطلق على هذه الحقبة " ثورة
والاقتصاد ككل، وقد أشار إلى نفس الموضوع (Jensen and
عام ١٩٩٢ بتقرير Cadbury عن الجوانب المالية لحوكمة الشركات والتي قامت بوضع
.(Meckling , 1976
لأفضل الممارسات المتعلقة بالسلوك والأخلاقيات
ثم تلاها تقرير Greenbury في العام ١٩٩٥ الذي أضاف مجموعة
بتعويضات المديرين التنفيذيين. وفي عام ١٩٩٨ ظهر
المنبثقة عن اللجنتين السابقتين في تقرير واحد

Turnbull بوضع قواعد إضافية تتعلق بإدارة المخاطر في الولايات المتحدة فقد تبلورت قواعد الحوكمة من ٢٠٠٢ إثر انهيار شركة أذرون.

2.3 <u>مفهوم حوكمة الشركات</u>

يشير مفهوم حوكمة الشركات إلى مجموعة من الأطر التنظيمية والإدارية والقانونية والمالية التي تنظم العلاقة بين الإدارة والملاك (المستثمرين والمساهمين) وأصحاب المصالح الأخرى المرتبطة بالشركة ، كما يشير هذا المفهوم إلى الخصائص التالية (حماد، ٢٠٠٧)

١ – الانضباط : أي إتباع السلوك الأخلاقي والصحيح.

٢ – الشفافية : أي تقديم صورة حقيقية لكل ما يحدث.

٣ – الاستقلالية: أي لاتوجد تأثيرات وضغوط غير لازمه بالعمل.

٤ – المساءلة : أي إمكان تقييم وتقدير أعمال مجلس الإدارة والإدارة التنفيذية.

٥ – المسؤولية : أي وجود مسؤوليه أمام جميع الأطراف ذوي المصلحة في المنشأة.

٦ – العدالة : أي يجب احترام حقوق مختلف المجموعات من أصحاب المصلحة في المنشأة.

٧ – المسؤوليه الاجتماعية : أي النظر إلى الشركة كمواطن جديد.

٢.4 <u>أهمية حوكمة الشركات</u>

لقد برزت أهمية الحوكمة كنتيجة للأزمات العالمية خلال العقد الماضي وبالتحديد الأزمه الأسيويه ١٩٩٧ وسلسلة الأفلاسات لكبرى الشركات العالميه في العام ٢٠٠٢ والتي كانت اولها شركتي انرون وورلد كوم والأزمه العالميه في عام ٢٠٠٨ التي شهدت ايضا سلسلة من الأفلاسوقات لكبأظهرى الشرت الأكات مثداشلو بالمماركس ليمات انالأجيروزةزف في الثولايركات المتحدهما الأمريكيدى الافاقذي إلى الجعلى قواكمة للشفركاتيم المخوكمل الأولويثه إالقصدوى جعلودىأنظمة توالعولمة توقومحيتمعاخالك الثلاعمر الت التحقولدا ملكنعللت مجالس الإدارة والمديرين من التلاعب بالشركات واستغلالها لصالحهم على حساب مصالح أقلية المساهمين والأطراف المتعلقة بها. إضافة لذلك ونظرا لعولمة الاقتصاد فإن الشركات التي تعاني من ضعف في أنظمة الحوكمة من المحتمل أن تعاني من نتائج أو تأثير الأزمات العالمية. أن العولمة وتحرير الأسواق المالية قد فتحت الباب لجني مزيدا من الأرباح، تعريض الشركات لمنافسه قوية، وتقلبات ملحوظة في رأس المال، حيث انعث أن عدامالمتكفاية ةتر فأس المي النيطلكن أنإ يلموؤدي إاللي الى تخفيلضي الف – طالتشدرة الوتالفسالرشيعات الرسكالتشعلاري كاهاأولاق آكرهوض قويل وماالمعوقفين المثالمسعلالهماكين فروماحلعكولية تماخة يلئهوؤدي بطالزتيقمة إالسبيخ تمخرتولج فةمركات من العحضل ونغيف المعلوامة نسات بالنتطال فافية اوبالتذي أالدي اتلعكاس هعفذه المنتضالاجإشعل افيعوالمالجنامرقعاكتظم القانوونيفي هة فنا الصديد يلاالتتصن أن نادوارت إضوافالة إلى ديموقراطيات بقالنأتهم الأشة الباب الذي أدىتإلين مدى أهميدمة حوكملة

١٥ – تشعرلكمال ستارامن لفحص تالج فيلعين الة عداورتبلطاتين الةفاهريعنيارامة [(http://www.hawkama.net/AboutHawkama.asp?id=1)](http://www.hawkama.net/AboutHawkama.asp?id=1) اهمي

الشركة من جهة والأطراف المشاركة في الشركة من جهة

٦ – تلاغعرىبب الشركات بقوائمها المالية لإظهار وضع مالي جيد.

٢.5 أهداف حوكمة الشركات

تهدف حوكمة الشركات إلى مساعدة الشركات

الاستثمارات وتعزيز أسس طويلة الأجل للأداء الاقتصادي التنمية الشاملة من خلال النهوض بالاقتصاديات وينعكس

وتكمن أهم أهداف حوكمة الشركات في:- (http://www.hawkama.net/AboutHawkama.asp?id=1) و (http://www.amawi.info) :

١ – تحقيق الشفافية والعدالة ومنح الحق في مساءلة إدارة الشركة. ٢ – إيجاد قواعد لسلوك الأخلاقي للشركات.

٣ – ضمان حقوق المساهمين والأطراف الأخرى المرتبطة بالشركة.

٤ – تعزيز الرقابة والإشراف على أعمال الشركة.

٥ – الحد من تعارض المصالح بين المديرين التنفيذيين ... المساهمين ... والنظم المالية.

٦ – ...

٧ – تخفيض تكلفة رأسمال الشركة من خلال الحصول على مصادر تمويل خارجية للاستثمارات الأجنبية والحد من هروب رؤوس الأموال المحلية إلى الخارج وسوء ممارسات الإدارة.

٨ – ...

٩ – ...

١٠ – تعزيز الأداء.

١١ – تعزيز تسويق السلع والخدمات.

١٢ – تعزيز الثقة بالاقتصاد القومي.

١٣ – تعزيز دور سوق المال وزيادة قدرته على تعبئة المدخرات ... المساهمين.

٢.6 مبادئ منظمة التعاون الاقتصادي والتنمية (OECD) في مجال حوكمة الشركات

لقد توصلت منظمة التعاون الاقتصادي والتنمية إلى خمسة مبادئ تتعلق بالحوكمة في عام ١٩٩٩ ثم أضافت مبدأ سادساً في عام ٢٠٠٤ واعتبرته المبدأ رقم (١) نظراً لأنه يحتوي على الإرشادات والإجراءات ودليل تطبيق الحوكمة في الشركات. وفيما يلي ملخص لهذه المبادئ:

١- ضمان وجود أساس لإطار فعال لحوكمة الشركات: يجب أن يتضمن إطار حوكمة الشركات كلاً من تعزيز شفافية الأسواق وكفاءتها، كما يجب أن يكون متناسقاً مع أحكام القانون ... والتنظيمية والتنفيذية المختلفة.

٢- حفظ حقوق جميع المساهمين: ويشمل نقل ملكية الأسهم ... الأرباح ...

اجتماعات الهيئة العامة.

٣- المعاملة المتساوية بين جميع المساهمين: وتعني المساواة بين حملة الأسهم داخل كل فئة، وحقهم في الدفاع عن حقوقهم القانونية، والتصويت في الجمعية العامة على القرارات الأساسية، وكذلك حمايتهم من أي عمليات استحواذ أو دمج مشكوك فيها،

٤- دور أصحاب المصالح في أساليب ممارسة سلطات الإدارة بالشركة، وتشمل احترام حقوقهم القانونية، والتعويض عن أي انتهاك لتلك الحقوق، وكذلك آليات مشاركتهم الفعالة في الرقابة على الشركة،

٥- الإفصاح والشفافية: وتتناول الإفصاح عن المعلومات الهامة ودور مراقب الحسابات، والإفصاح عن ملكية النسبة العظمى من الأسهم، والإفصاح المتعلق بأعضاء مجلس الإدارة والمديرين التنفيذيين. والإفصاح عن المعلومات، وتوافر جميع المعلومات

٦- مسؤوليات مجلس الإدارة: وتشمل هيكل مجلس الإدارة وواجباته القانونية، وكيفية اختيار أعضائه ومهامه الأساسية، ودوره في الإشراف على الإدارة التنفيذية. النافذة، على أساس النوايا الحسنه وتحقيق المعاملة المتساوية بين المساهمين ومراجعة استراتيجيات الشركة واختيار المسؤولين التنفيذيين الرئيسيين ومراجعة مستويات الرواتب ومزايا الموظفين.

2.7 حوكمة الشركات في الأردن

الأردن كغيره من البلدان التي أولت مفهوم حوكمة الشركات اهتماماً متزايدًا لما فيه من حماية للمساهمين والأطراف ذات العلاقة بالشركة، وكاستجابة لمبادرة البنك الدولي، فقد تم تشكيل لجنه وطنيه لدراسة البيئة التشريعية والرقابية والتنظيمية إن تطبيق حوكمة الشركات في الأردن كدولة مؤسسات للقوانين التي ترتبط بحوكمة الشركات مثل قانون وكبلد يمتاز بالاقتصاد الحر وتحرير سوقه المالي، الشركات، وقانون البنوك، وقانون هيئة الأوراق يتطلب حشد جميع الجهود من كلا القطاعين العام المالية.
والخاص، لأن القطاعين مكملان لبعضهما البعض في تحقيق وفي هذا السياق لا بد من التحدث عن سوق الأوراق التنمية الشاملة والنهوض بالاقتصاد.
على عينة من الشركات المدرجة فيه، كذلك دوره في مجال قواعد حوكمة الشركات الصادر عن هيئة الأوراق

دعم وتعزيز حوكمة الشركات في الأردن.

2.7.1 نظرة عامة على سوق الأوراق المالية في الأردن

لقد كان تأسيس الشركات المساهمة في الأردن سابقاً لإنشاء سوق الأوراق المالية فيه، حيث بدأ التعامل والتداول بأسهم الشركات في فترة الثلاثينيات من القرن الماضي، ويعتبر البنك العربي هو أول الشركات المساهمة التي تم تأسيسها في عام ١٩٣٠، ثم تلاه شركة التبغ والسجائر، ومن ثم شركة الكهرباء الأردنية، وأخيراً شركة مصانع الأسمنت الأردنية في العام ١٩٥١، إلا أن عملية التداول لم تكن منظمه، ومع تزايد تأسيس الشركات المساهمة ، ظهرت الحاجة إلى إنشاء سوق مالي منظم، مما حذا بالبنك المركزي بالتعاون مع مؤسسة التمويل الدولية إلى وضع دراسات نتج عنها صدور أول قانون مؤقت لتأسيس سوق عمان المالي وهو قانون رقم (٣١) لعام ١٩٧٦ وقد باشر السوق عمله بتاريخ الأول من شهر كانون ثاني ١٩٧٨، وقد أوكل إلى السوق
ونظراً لتنامي دور السوق، فقد صدر القانون رقم (٢٢) لسنة ١٩٩٧ والذي يتم بموجبه إنشاء ثلاثة مؤسسات جديدة تحل محل سوق عمان المالي وهي هيئة الأوراق المالية، بورصة عمان، ومركز إيداع الأوراق المالية.

ومهمتها ... أن بورصة ... عمان ... دور الهيئة ... المالية ... السوق رأسة

فالمالية ... الأولى ... الثانية ... التقليدية ... يتم تداولها في السوق ... المتمثل في

أسهم ... الشركات والأسناد ... القليلة ... قرض فقط، ولا تتعداها إلى أدوات ماليه أكثر تطوراً مثل المشتقات المالية كما هو الحال في الأسواق المتطورة. ونظراً للتطور التكنولوجي الذي شهده هذا القرن، لم تكن بورصة عمان بعيدة عن هذا التطور فقد تبنت البورصة نظام التداول الالكتروني في العام ٢٠٠٠ وربط شركات الوساطة مع نظام التداول الالكتروني. ومن اجل نقل المعلومات عما يحدث في داخل البورصة فقد قامت بورصة عمان بتطبيق التطورات التكنولوجية الحديثة في نشر النسب والمؤشرات ... الخاصة ... البورصة ومعلومات التداول اليومي وأسعار الأسهم بشكل مباشر من خلال موقعها على الإنترنت على شاشات الحاسوب لتوفير المعلومات لجميع المستثمرين(نشرة بورصة

2.7.2 دليل قواعد حوكمة الشركات المدرجة في الأوراق المالية في جلسته المنعقده بتاريخ 2009/1/1

قامت هيئة الأوراق المالية بوضع دليل لحوكمة الشركات المدرجة في سوق عمان المالي سعيا منها لوضع إطار وقواعد تلتزم بها الشركات المدرجة لتعزيز الشفافية والمحاسبة وضمان حقوق الأطراف المرتبطة بالشركة، وبالنتيجة جذبا للاستثمارات الخارجية والداخلية في المملكة وقد تم تقسيم هذا الدليل إلى خمسة أبواب، حيث تضمن الباب الأول التعاريف الرئيسية، والباب الثاني مجلس إدارة الشركة المساهمة ، والباب الثالث اجتماعات الهيئة العامة، والباب الرابع حقوق المساهمين، أما الباب الخامس فقد تضمن قواعد الإفصاح. وفيما يلي ملخص لهذه الأبواب من الباب الثاني ولغاية الباب الخامس :-

الباب الثاني – مجلس إدارة الشركة المساهمة : تضمن هذا الباب عدد أعضاء مجلس الإدارة مهامهم، مؤهلاتهم، الأعمال التي يحظر عليهم القيام بها، مسؤولياتهم تجاه الشركة، اللجان التي يشكلها مجلس الإدارة ومهامها، والتي تتضمن لجنة التدقيق ولجنة الترشيحات والمكافآت، واجتماعات مجلس الإدارة.

الباب الثالث – اجتماع الهيئة العامة للشركة : تضمن هذا الباب عدد مرات عقد اجتماعات الهيئة العامة، حق التصويت، الدعوى لحضور هذه الاجتماعات، مواعيد الاجتماعات، مكان انعقادها، زمان انعقادها وأسس إدارة الاجتماعات.

الباب الرابع – حقوق المساهمين : وقد شمل هذا الباب سجلات المساهمين وأسماءهم، عدد الأسهم التي يملكونها وكيفية الاطلاع على هذا السجل وكيفية الحصول على المعلومات الخاصة بالشركة. التصويت في اجتماع الهيئة العامة، الحصول على الأرباح السنوية، أولوية الاكتتاب، إقامة الدعاوى ضد مجلس الإدارة أو المدير العام، طلب عقد اجتماع هيئة عامة غير عادية، طلب إجراء تدقيق دفاتر الشركة، الاطلاع على محاضر اجتماعات الهيئة العامة، مناقشة مجلس الإدارة، انتخاب أعضاء المجلس، المصادقة على البيانات المالية للشركة، تعديل عقد التأسيس والنظام الأساسي، بيع الشركة أو تملك شركة أخرى، زيادة رأس المال وإصدار إسناد القرض وبيع أصول الشركة.

الباب الخامس – الإفصاح والشفافية : وقد شمل هذا الباب افصاحات واضحة للمستثمرين، تجهيز البيانات المالية الالكتروني، إفصاحات الشركة عن مساهمتها في خدمة تتعلق بالشركة من قبل أي شخص مطلع، لجان التدقيق، وصلاحياتها، انتخاب مدقق الحسابات الخارجي

2.7.3 الحوكمة في قانون الشركات الأردني رقم (٢٢) لسنة ١٩٩٧ وتعديلاته

إن قانون الشركات الأردني رقم (٢٢) لسنة ١٩٩٧ وتعديلاته لم يخلُ من المواد القانونية المرتبطة بصورة مباشره بحوكمة الشركات، وبهذا يعتبر قانون الشركات سابقا لدليل حوكمة الشركات الصادر عن هيئة الأوراق المالية في العام ٢٠٠٨، وسألقي الضوء على بعض هذه المواد التي تضمنها قانون الشركات على سبيل المثال لا الحصر، مع العلم أن مسودة التعديلات على القانون الحالي الذي سيعرض على الهيئة التشريعية ر قم ا لمادة ا لتفاصيل

١٢٨ تضمنت مواد خاصة بحوكمة الشركات نطيملكاً وموضئويعل وهذه بعضوأعضاء تضمنهلس الإدارة ويلشركات المراقب للحليب

١٤٠ ا لشجربكالتنميتلسخالإمدناو. ة.

١٤٢ التقارير المالية.

١٤٣ نفقات وأجور وامتيازات رئيس وأعضاء مجلس الإدارة.عضوية في أكثر من مجلس أدارة.

١٤٨ الأعمال المحظورة على عضو مجلس الإدارة

١٥١ يتوجب على مجلس الإدارة تنظيم الأمور المالية والمحاسبية والإدارية للشركة بموجب أنظمة خاصة، وترسل نسخ من هذه الأنظمة للمراقب، وللوزير بناء على تنسيب المراقب

١٥٣ إوخلاجبلالذي توصلاجليه عليها للميديرراهاطعلاموريا بما يحقق

١٦٠ يصللقح للمراقشركة وللشللمسركمويلأي فسيهلماهم فيها إقامة الدعوى على رئيس وأعضاء مجلس الإدارة والمدير العام عن تقصيرهم وإهمالهم في إدارة

١٦٥ حلشوركالهيئولفقشالعام الأقسفواري إقالة رئيس وأعضاء مجلس(أ)الإدارة إذا تعرضت الشركة لأوضاع مالية أو إدارية سيئة أو تعرضت لخسائر جسيمة تؤثر على أحقضواق المساهمين أو دائنيها تحقيقا قلع المد نيياهسلد تغلال قيام مجلس الإدارة أو أي من

تنسيب المراقب بعد التحقق من صحة ما ورد وتشكيل لجنة من ذوي الخبرة والاختصاص.

١٧٨ حق المناقشة والتصويت على القرارات.

وفيما يلي جدول يقارن دليل قواعد حوكمة الشركات الصادر عن هيئة الأوراق المالية في الأردن في العام ٢٠٠٨ مع مبادئ منظمة التعاون الاقتصادي للتنمية الصادرة في عام ١٩٩٩.

جدول (٢-١) مبادئ منظمة التعاون الاقتصادي والتنمية ودليل قواعد حوكمة الشركات الصادر عن هيئة

المبادئ	منظمة التعاون	دليل حوكمة الشركات في
حقوق المساهمين والمعاملة المتكافئة بين	المبدأ الثاني * حق نقل ملكية الأسهم. * مراجعة القوائم المالية وطرح الاستفسارات على أعضاء مجلس الإدارة * حق التصويت في * المشاركة في * المساواة بين حملة الأسهم داخل كل فئة. * حق الهيئة العامة للسوق المالي في وقف قرارات الهيئة	الباب الثالث * حق التصويت. * طلب إجراء تدقيق * الاطلاع على محاضر اجتماعات الهيئة * المصادقة على البيانات المالية * مناقشة مجلس الإدارة.
الإفصاح والشفافية	المبدأ الخامس وتضمن: * الإفصاح وفقاً للمعايير الدولية * المعلومات المالية. * معلومات حول الأداء. * معلومات حول الملكية وكيفية اتخاذ * مشروع قانون * الالتزام بتعيين مسؤول لعلاقات	الباب الخامس وتضمن: * الإجراءات الخطية * توفير افصاحات * تجهيز البيانات المالية وفقاً * الإفصاح الالكتروني. * افصاحات الشركة عن مساهمتها في خدمة

جدول رقم (٢-١)

مدى التطابق بين مبادئ منظمة التعاون الاقتصادي والتنمية ودليل قواعد حوكمة الشركات الصادر عن هيئة الأوراق المالية في الأردن

دليل حوكمة الشركات في الأردن	منظمة التعاون الاقتصادي والتنمية	المبادئ
الباب الثاني وتضمن: * عدد أعضاء مجلس الإدارة، مهامهم ومؤهلاتهم * الأعمال التي يحظر * مسؤولياتهم تجاه * اللجان التي يشكلها مجلس الإدارة ومهامها والتي تتضمن لجنة * [illegible]	**المبدأ السادس وتضمن:** * هيكل مجلس الإدارة وواجباته وكيفية اختيار أعضاءه ومهامه الأساسية ودوره فى * إلزام الشركات بتعيين لجنة للمراجعة من أعضاء * إلزام الشركات الملكية وتقرير مجلس	**مسؤولية الإدارة**

الفصل الثالث

آليات الحوكمه ومؤشرات الأداء

3.1 مقدمه

انطلاقا من نظرية الوكالة يرى (Jensen and Meckling ,
يمكن تقسيمها إلى مجموعتين، آليات داخلية وتتضمن
الآليات الخارجية فهي سوق السيطرة على الشركات، أما
1997 , Vishny) فقد أشارا إلى أن آليات الحوكمة
الإدارة، وتعويضات الإدارة التنفيذية والإشراف
النظام القانوني وسوق الاستحواذ النشط ومنافسة
أخرى من آليات الحوكمة الخارجية وهي سوق العمل.

3.2 آليات الحوكمة الداخلية

تشير الآليات الداخلية لحوكمة الشركات إلى القواعد
والأسس التي تحدد كيفية اتخاذ القرارات، وتوزيع
السلطات داخل الشركة بين الجمعية العامة ومجلس
الإدارة والمديرين التنفيذيين،والتي يؤدي توافرها
من ناحية وتطبيقها من ناحية أخرى إلى تقليل التعارض
١ – بنية الملكية : نسبة الأسهم المملوكة من قبل الأفراد
– تكلفة الوكالة– بين مصالح هذه الأطراف وتتضمن هذه
والحكومة والأجانب والمؤسسات والشركات (Shleifer
الآليات :
٢ – مجلس الإدارة: الأشخاص المكلفين لتمثيل مالكي (and Vishny , 1997
الشركة من خلال رقابة القرارات الاستراتيجية
للمديرين، أما سلامات مجلس الإدارة فهي: (Shleifer and Vishny ,
1997) استقلالية المجلس.
– الجمع بين منصبي المدير التنفيذي ورئيس مجلس
٣ – تعويضات المديرين : وتتضمن الرواتب، المكافآت،
الحوافز طويلة الأجل ، لتوفيق مصالح وأهداف
سيتناول هذا الفصل آليات الحوكمة الداخلية (Shleifer and Vishny , 1997)
والجمع بين منصبي المدير التنفيذي ورئيس مجلس

بالتفصيل في هذا الفصل اما تشكيلة المجلس وتعويضات
معلومات كافيه عنها ، هذا من ناحية، ومن ناحية أخرى
الشركة بشكل أفضل من آليات الحوكمة الخارجية للأسباب

– وجود فارق زمني تحتاجه آليات الحوكمة الخارجية
لعملية التصحيح داخل الشركة، وهذا بالطبع سوف يؤدي
إلى انخفاض وخسارة في القيمة، ومن الأمثلة على ذلك
تعديل التشريعات المنظمه للشركات، والتي تحتاج إلى
– عدم وجود أسواق استحواذ نشطه، ومنافسه شديدة،
وقت أطول لتصحيح بعض الممارسات داخل الشركات.
وسوق عمل واضح للإداريين التنفيذين كما هو الحال في
الأسواق المتطورة.
لذلك من أجل حل المشاكل الداخلية، لا بد من توافر آليات
حوكمه داخلية فهي الأقدر على حل تلك المشاكل وبالسرعة
الممكنة.

3.3 آليات الحوكمة الخارجية

أ- النظام القانوني (القوانين والتشريعات) : تؤدي
حوكمة الشركات، فهي السبيل لضمان وجود حوكمة
من حماية للمساهمين وثروتهم، وحماية أيضاً لمصالح
الدائنين والموردين والمقرضين والعاملين في
لهؤلاء الأطراف فإنه ينعكس بالنهاية على مستوى
ثقة مساهمي وأصحاب المصالح في تلك الشركات مما
ارتفاع قيمة أسهمها في السوق المالي وبالتالي
(Porta et al , 2000) أنه عندما لا يوفر الإطار القانوني
الخارجين — والمقصود بالمستثمرين الخارجيين
الشركة — فإن هذا قد يؤدي إلى إرغام الملاك الأصليين
الأسهم في شركاتهم مما ينتج عن ذلك تركز في الملكية.

وهنا في الأردن، تتوفر البيئة القانونية حماية
الشركات الأردني وقانون هيئة الأوراق المالية
والمبيعات وقانون تشجيع الاستثمار، وغيرها من
الأحوال وكلما استدعت الحاجة لذلك أو كنتيجة

ب – سو ق الاس تحو ا ذ ا ل نشط

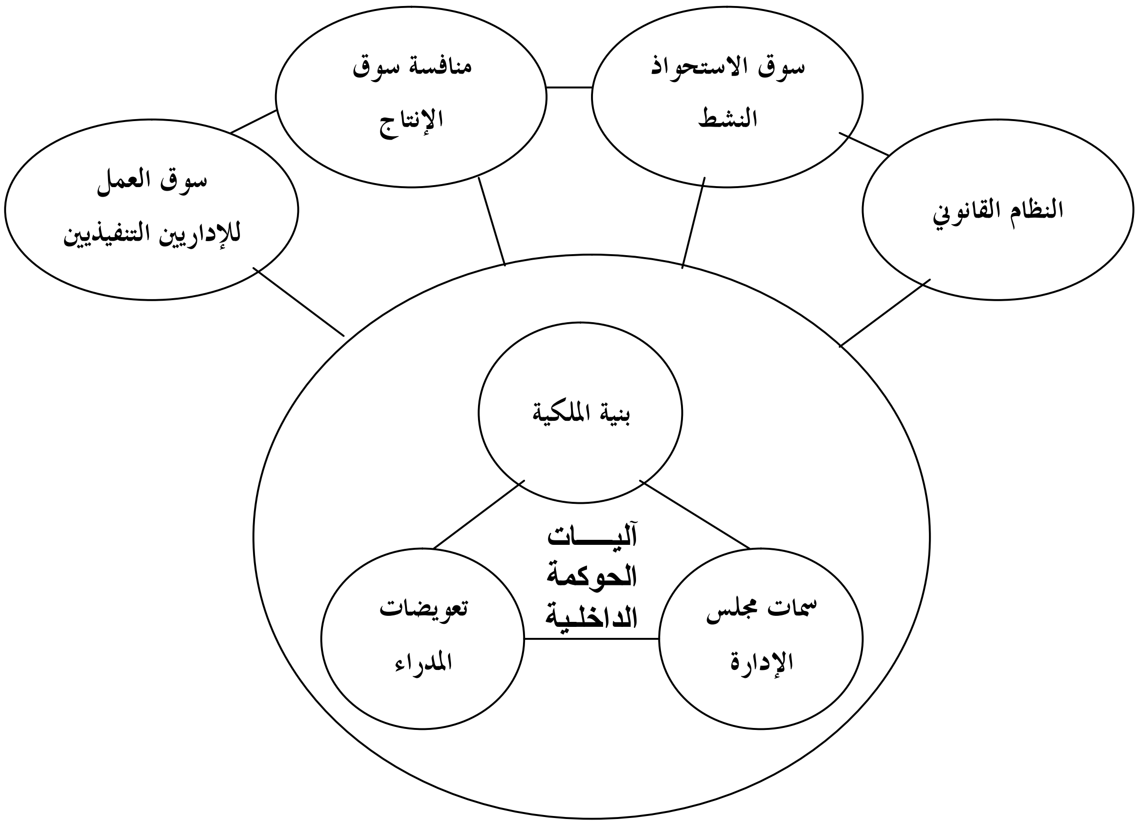
تحـــــدث الســـــيطرة عنــــدما تقـــوم إحـــــدى الشـــــركات بـــــامتلاك شـــــركة
يـــــــؤدي إلـــــــى تغييــــــر مجلــــــس الإدارة والإدارة التنفيذيــــــة فيهـــــــا،
تحســــــين الأداء، وذلـــــك لأن المســــــيطرين الجــــــدد مــــــن مصــــــلحتهم
نتيجــــة لســــيطرة جديــــدة مــــن قبـــل مـــلاك آخـــرين كنتيجــــة لضـــعف
2001) يمكــــن للمســــيطر تحســــين العمليـــــات التشـــــغيلية للشـــــركة
أسهم ا لشر ك ة.

ج – منافســـــة ســـــوق الإنتـــــاج : إن المنافســـــة تــــرغم الشــــركة
ولكـــن أيضـــاً علـــى تبنـــي حوكمـــه فعالـــه وهيكـــل تنظيمـــي مناســـب (
نمـــوذج الحوكمـــة يمكـــن تحديـــده حاليـــا بـــأداء الشـــركة مـــن
snd Lehn, 1985)، ولــــذلك تعتبـــر المنافســـة جـــزءا لا يتجـــزأ مـــن
الشـــركة فـــي أعمالهـــا يعتمـــد علـــى إمكانيـــة تســـويق
لمنتجاتهـــا لتـــوازي أســـعار المنتجـــات المنافســـة أو
منتجـــات بأســـعار معقولـــة ومنافســـه ســـوف تواجـــه خطـــرا
إلـــى نقـــص فـــي التـــدفقات النقديـــة وعـــدم قـــدرتها علـــى
أن يقـــود إلـــى الفشـــل المـــالي والإفـــلاس والخـــروج مـــن ســـوق

د – ســـوق العمـــل للإداريـــين التنفيـــذيين : يعتبـــر ســـوق
العمـــل مهـــم جـــداً فـــي حوكمـــة الشـــركات (Ouyang , 2007) نظـــرا لأنـــه
يمثـــل ســـوق اختيـــار الإداريـــين التنفيـــذين الـــذين
يتمتعـــون بـــالخبرات العمليـــة والســـمعة الطيبـــة، فهـــم
يســـاهمون فـــي تحســـين أداء الشـــركات ورفـــع قيمتهـــا إذا
كـــانوا يتمتعـــون بالصـــفات الســـابقة أمـــا إذا كـــان
اختيـــارهم خـــاطئ مـــن الممكـــن أن يـــؤدي ذلـــك إلـــى تـــدمير قيمـــة
ا لشر ك ة و ز ي ا د ة تكل ف ة ا ل و ك ا ل ة .

شكل رقم (١-٣)

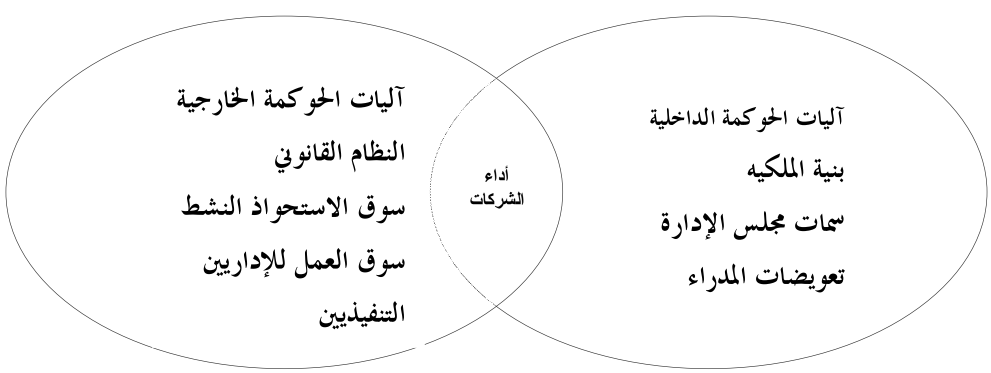
آليات الحوكمه الداخليه والخارجيه



اعداد الباحث

شكل رقم (٢-٣)

تفاعل آليات الحوكمة الداخلية والخارجية



اعداد الباحث

3.4 العلاقة بين الحوكمة وأداء الشركات

لابد لنا في البداية من بيان مفهوم الأداء من وجهتي نظر مختلفتين وهما: الأولى وجهة نظر المساهمين والثانية من وجهة نظر الأطراف المرتبطة بعلاقات مع الشركة. فمن وجهة نظر المساهمين فإن الشركات التي يتم إدارتها من قبل إدارة فعالة ذات كفاءة ستعود عليهم بالفائدة والنفع من خلال تحسين أدائها وبالتالي تعظيم قيمة ثروتهم. أما من وجهة نظر الأطراف المرتبطة بالشركة مثل الموظفين، الدائنين، الممولين،
تؤدي حوكمة الشركات دورا مهماً ورئيساً في تحسين
الزبائن، فيتم الحكم على أداء الشركات من خلال مصالح
(Gompers et al , 2003) و(Beiner and Schmid , 2005)، بالإضافة إلى
تلك الأطراف مثل التوظيف، الحصة السوقية للشركة،
في تطوير أسواق رأس المال من خلال حماية مصالح
النمو في العلاقات التجارية مع الدائنين والزبائن
Klapper and Love , 2004)، فالحوكمة الجيدة تركز على حماية
والممولين.
إيجابي على أداء الشركة وتقييمها وذلك نتيجة تخفيض
Nam and Nam , 2004، ومن المفترض أن تؤدي إلى أداء أفضل
تجريد حق رقابة المساهمين على أعمال الشركة
Shaheen and Nishat , 2005)، وتحسين ثقة المساهمين مما يؤدي
على المدى الطويل (Morck and Steiner , 2005)، كما يوجد علاقة
وقيمة الشركة في الأسواق المالية الناشئة

3.5 بنية الملكية

يمكن تعريف بنية الملكية على أنها مزيج من مجموعات غير متجانسة والتي تشكل هيكل الشركة، ولا نعني هنا هيكلية رأس المال وإنما المجموعات المكونة لحصص رأس المال في الشركة، والتي تختلف اهتماماتها ومصالحها وتأثيرها على القرارات المتخذة في الشركة سواء كانت إدارية أو مالية. قد تتكون بنية الملكية – كما هو الحال في الأردن– من مساهمات الأفراد، الحكومة، المؤسسات العامة، الأجانب و الشركات، ويختلف تأثير
إن أهمية بنية الملكية تتضح في قوة التأثير على
كل مجموعة من هذه المجموعات وفقا لمساهمتهم في رأس مال
الاعتبار أن قوة هذا التأثير مستمده من حجم المساهمة –
الشركة ومن هنا نشأ التعارض في المصالح بين تلك
المجموعات، (Kaen , 2003).

المالكين في السيطرة على إدارة الشركة والمجموعة
ونموها. إن مالكي أغلبية الأسهم في الشركة تكون قادرة
حياة الشركة مثل امتلاك شركة أخرى، بيع أصول الشركة،
تعتبر نقطة ضعف بالنسبة لصغار المساهمين ما لم يتم

كما ذكرنا سابقاً إن كل فئة من الفئات السابقة المكونة لبنية الملكية لها أهدافها ومصالحها، وتأثيرها على أداء الشركة، واستنادا إلى (shleifer and Vishny , 1986) فإن المساهمين يختلفون عن بعضهم البعض وكل منهم له أجندته، وهنا لا بد من إلقاء نظرة عامة على كل فئة من هذه الفئات :

١- مساهمة المؤسسات : تمثل مساهمة المؤسسات كوسطاء للوكلاء، والمقصود بالوكلاء هو تمثيل تلك المؤسسات لصناديق استثمارية، صناديق تقاعدية وشركات تأمين، ولذلك فإن مساهمة تلك المؤسسات تعتبر مهمة جداً؛ وذلك نظراً لحجم المساهمة (الأموال) التي تستثمرها وكأداة رقابة مهمة ومؤثرة في رقابة المسؤولين عن إدارة الشركة، وقد أشار (Jensen and Meckling , 1976) أن ملكية الفئات المختلفة تؤثر على أداء الشركات إلا أنه من المهم معرفة تأثير فئة المؤسسات على قيمة الشركة.

٢ – المساهمة الأجنبية : تعتبر المساهمة الأجنبية مهمة وهي
(Lins, 2003) من حيث ضخامة الأموال التي تستثمرها إلا
متعددة مثل تحسين عملية الإنتاج من خلال المنافسة
(Petkova , 2008) و(Caves , 1996)، وتحسين الشفافية، وفرض
القرارات الإدارية أما بالنسبة للخطر الكامن لهذه
فقدان السيادة الاقتصادية وزعزعة الاقتصاد.
الأسواق المالية وتسهيل دخول رأس المال الأجنبي أدى
وجد (Aguilera and Jakson , 2003) علاقة معتدلة لتأثير
الأداء.

٣ – مساهمة الأفراد : تشكل ملكية الأفراد نوعاً من
2003) ، ونعني بالملكية الموزعة هي ان عدداً كبيراً

قليلاً من أسهم الشركة، وبالرغم من هذه الملكية

الملكية (أي امتلاك أغلبية الأسهم) كما هو الحال في

أي الملكية المشتتة يكون هناك عدم قدره على رقابة

تتعلق بأعمالها نتيجة عدم المشاركة في مجلس

على جني الأرباح في الأمد القصير والانتقال إلى

تركز الملكية فإن الرقابة واتخاذ القرارات

٤ – <u>مساهمة الشركات</u> : إن مساهمة الشركات تمثل حلقة الوصل بين الشركات وبدرجات مختلفة في سلسلة القيمة ونقل المعرفة بينها (Thomsen and Pedersen , 2000)، فضلا عن تبادل الخبرات العلمية والعملية في مجال العمل، خصوصاً عندما تمارس الشركات نفس

٥ – <u>مساهمة الحكومة</u> : إن مزايا ملكيه الحكومة تتمثل في

النشاط، وهذا يمكن أن يؤدي إلى تحسين بيئات العمل،

كبح جماح الدوافع المنحرفة (Hart et al , 1997)،

مما ينعكس إيجاباً على الأداء.

فالمديرون يسعون لتلبية مصالحهم على مصالح الملاك، مبتعدين عن تعظيم قيمة الشركة (Jensen and Meckling , 1976)، وكنتيجة لذلك فإن مساهمة الحكومة

يمكن أن تساهم في خلق توازن بين المديرين

إن دور بنية الملكية يتمثل في رقابة الإدارة وذلك

والمساهمين لتحقيق أهداف الشركة وبالتالي تحسين

الأداء.

(and Black , 2002)، وواحد أسباب الدراسات الميدانية هو ان تختلف عنها في الأسواق المتطورة (Silva et al , 2006). إضافة محفزة لتخفيض تكلفة الوكالة الناتجة عن فصل (Meckling , 1976). وقد أشار (Thomsen et.al , 2003) إلى أن مالكي أن يدمروا قيمة الشركة، ويمكن أن ينتج عن ملكية يمكن أن يؤدي إلى خفض أداء الشركة، وان التركيب الأمثل التعاقد الخاص بين المساهمين والإدارة المبني على . (Villalonga, 2001

لذا فإن بنية الملكية تعتبر حجر الأساس في توجيه دفة استمراريتها على الأمد القصير والطويل وذلك لأن أي إيجابية أو سلبية على أداء الشركة ومسيرتها.

وقد كانت نتائج الدراسات السابقة متباينة. فقد وجد (Abu Razak et al , 2008) من خلال دراسة ملكية الحكومة على أداء الشركات الماليزية أن العلاقة إيجابية، وقد كانت نتيجة بحث (Hovey , 2007) الذي درس ملكية الأفراد، الملكية الأجنبية، وملكية المؤسسات في الصين أن هناك علاقة إيجابية بين الملكيات السابقة ومؤشرات الأداء، وقد وجد (Douma et al , 2003) من خلال دراسة قام بها على الشركات الهندية، علاقة إيجابية بين الملكية الأجنبية ومؤشرات الأداء وعلاقة سلبية بين ملكية المؤسسات ومؤشرات الأداء، وكانت نتيجة
من المهم جداً معرفة كيفية تأثير كل مجموعة من هذه
دراسة (Bjuggren et al ,2007) أن ملكية المؤسسات
المجموعات على أداء الشركات الصناعية الأردنية.
والملكية الأجنبية تؤثر بشكل إيجابي على أداء

3.6 سمات مجلس الإدارة :

الشركات، (Tsai and Gu, 2007) وجد أن هناك علاقة مؤثرة للملكية للمؤسسات على أداء الشركات، وهناك سمتان هامتين لمجلس الإدارة، حجم مجلس الإدارة والجمع بين منصبي المدير التنفيذي ورئيس مجلس الإدارة.

3.6.1 مجلس إدارة الشركة

يتم انتخاب مجلس إدارة الشركة من قبل مالكيها (الهيئة العامة) وذلك لتمثيل مصالحهم أو بمعنى آخر كوكيل ينوب عنهم في إدارة أعمال الشركة. ويمكن لمجلس إدارة الشركة أن يؤدي دوراً مهماً في تحسين حوكمة الشركة وأداءها وقيمتها (Hanrahan et al , 2001)، وعندما يقوم مجلس الإدارة بأداء مهامه بالشكل الأمثل من خلال أداء دوره الرقابي واختيار الكوادر الأكفاء والتي تتمتع بالخبرة والسمعة الطيبة فإن هذا يمكن أن يؤدي إلى
إن استراتيجية صنع القرار تعتبر وسيله مهمة في تحسين قيمة المنشأة، ومع ذلك يجب أن يكون أعضاء
القرارات الاستراتيجية حاسمة لمستقبل الشركة
المجلس عرضه للمساءلة والمحاسبة من قبل المساهمين
هذه القرارات ليست قرارات روتينية، بل هي قرارات
عن القرارات التي يتخذونها (Tomasic and Bottomley , 2003).
واستناداً إلى (Garrett , 1993) إن التفكير الاستراتيجي ويتضمن التحليل الاستراتيجي، صياغة لاستراتيجيات

(Robbins, 2007) أن المجلس يمكن أن يشكل فريقاً متكاملاً يعمل
وقد وصف (Tricker , 1984) أن دور المجلس يتضمن تحديد
الإشراف على استراتيجية الشركة، تقييم ورقابة
(Der Walt and Ingley,2001) إلى أن مسؤوليات المجلس تتضمن
الأداء، المسائل المالية، ودعم الشركة لتحقيق الأداء
الإداري يجب أن يهتم بتطوير وتحقيق رؤية الشركة،
استمراريتها، وأن الأداء الجيد للمجلس يتحقق من خلال
للإدارة والذي يعتبر ضروري لأداء أفضل للشركة (Lipton and
وصف (Davies, 1999) القيادة الاستراتيجية للمجلس
المرتبطة باحتياجات الشركة.

وفي هذا السياق لابد من ذكر الدور الذي يمكن أن يؤديه مجلس الإدارة في إدارة الشركة والذي يمكن إيجازه على النحو التالي:

- المراجعة والمصادقة على سياسات الحوكمة في
- الشركة المحافظة على أصول المساهمين.
- المراجعة والمصادقة على الهيكل التنظيمي
- طبطشان كوةجوو أدنظإمد ةارا ذمو ؤقهلاهب ةومف نيهالد ب ة.
- المراجعة والمصادقة على الأهداف،
- رقلابستر ةالأيلج فيـلتـوي سلخططياقل الأهلـاصتـدبافأ والاسال ــلشوراتيكجيةت
- ضيماالنخطـطو فارلماولهضصو اعـرق فليلما للاشاريكاةفي الشركة.
- ضمان حصول المساهمين على عوائد مناسبة على
- تعليستـتثمـيلين والقتلهمـة المديرين ومراجعة أدائهم
- والتمصدايدد قرةو عا لتىبهلم لوموك الازف نآ لنتهم. التقديرية للشركة.
- المصادقة على البيانات المالية للشركة.
- إقرار توزيعات الأرباح.

3.6.2 حجم مجلس الإدارة

يقصد بحجم مجلس الإدارة هو عدد الأعضاء المكون للمجلس، وأن المشكلة التي تثار حول هذه السمة تتمثل في العدد الأمثل لأعضاء المجلس.

لقـــد اختلفـــت نتـــائج الدراســـات حـــول أفضـــلية كبـــر أو صـــغر
إن أداء الشـــركة يتحســـن كلمـــا كـــان حجـــم المجلـــس كبيـــراً
وبالتـــالي اتخـــاذ قـــرارات رشـــيدة، ومـــن ناحيـــة أخـــرى فـــإن
ســـلبي علـــى أداء الشـــركة نتيجـــة ارتفـــاع تكلفـــة
المجلـــس كبيـــراً يمكـــن أن يكـــون أقـــل كفـــاءة بســـبب
ووجهـــات النظـــر بحيـــث تصـــبح المناقشـــة مضـــيعه للوقـــت،
وبشـــكل مشـــابه إذا كـــان حجـــم المجلـــس صـــغيراً فإنـــه يـــؤدي إلـــى
(2003 , and Weisback) ، ويمكـــن أن يكـــون المجلـــس ذو الحجـــم
للصـــعوبات التـــي تواجهـــه فـــي حـــل مشـــكلة الوكالـــة بـــين
1992)، ومـــن الناحيـــة الأخـــرى فكلمـــا كـــان حجـــم المجلـــس صـــغيراً
بأنشـــطة الشـــركة وأعطـــى وقتـــاً أقـــل للرقابـــة (shakir,2008).
يكـــون مـــن الصـــعوبة بمكـــان ولكـــن اســـتناداً إلـــى (, Jensen
الأصـــغر للمجلـــس ينبـــع مـــن التغيـــرات التكنولوجيـــة
والـــذي يقـــود بالنتيجـــة إلـــى تخفـــيض التكـــاليف. ومـــن
السابقـــة فـــي قيـــاس أثـــر حجـــم المجلـــس علـــى أداء الشـــركات
علاقـــة عكســـية علـــى الـــدوام بـــين حجـــم المجلـــس وقيمـــة
كـــذلك توصـــل (1998 , Barnhart and Rosenstein) إلـــى نفـــس النتيجـــة
بينـــت نتـــائج التحليـــل وجـــود علاقـــة إيجابيـــة بـــين صـــغر حجـــم
2000) فقـــد وجـــد أن الشـــركات التـــي يتكـــون مجلـــس إدارتهـــا مـــن
وتتمتـــع برقابـــه أفضـــل مـــن الشـــركات التـــي لـــديها مجلـــس اكبـــر
(Bennedesen et al, 2004) فـــي الشـــركات الصـــغيرة ومتوســـطة الحجـــم
الدراســـة أن حجـــم المجلـــس لايـــؤثر علـــى الأداء إذا كـــان حجـــم
وجـــد علاقـــة طرديـــه مهمـــة عنـــدما يصـــل عـــدد أعضـــاء المجلـــس
أظهـــرت نتيجـــة دراســـة (Dalton and Dalton , 2005) أنـــه كلمـــا كـــان
ذلـــك بـــأداء مرتفـــع، وقـــد توصـــل (Nicholson , 2004) إلـــى علاقـــة
الشـــركات. أمـــا نتـــائج الدراســـات علـــى مســـتوى الأردن فقـــد
علاقـــة إيجابيـــة بـــين حجـــم المجلـــس وبـــين أداء الشـــركات مـــن
مدرجة في سوق عمان المالي.

وهنا في الأردن واستناداً إلى قانون الشركات الأردني رقم (٢٢) لسنة ١٩٩٧ وتعديلاته فإن عدد أعضاء مجلس

3.6.3 الجمع بين منصبي المدير التنفيذي ورئيس مجلس الإدارة

يقصد بذلك أن شخصاً واحداً يتولى منصبين في آن واحد وبشكل أكثر تحديداً الجمع بين منصبي المدير التنفيذي ورئيس مجلس الإدارة، وهنا لابد لنا من توضيح الدور الذي يقوم به كل من رئيس مجلس الإدارة والمدير التنفيذي.

3.6.3.1 دور رئيس مجلس الإدارة

يعتبر رئيس مجلس الإدارة بمثابة مهندس المجلس، ولذلك فهو يضطلع بمهام القيادة ... وتحديد الأولويات.

- إقامة علاقات بناءه بين أعضاء مجلس الإدارة والإدارة التنفيذية ... المجلس وتشجيع النقد البناء حول ... المعلومات إلى أعضاء المجلس والتأكد من توفر معايير حوكمه جيدة في الشركة.
- دعوة مجلس الإدارة والهيئة العامة إلى الاجتماع والتوقيع ... المستندات المالية والعقود الخاصة بأعمال الشركة.
- تحديد النفقات وفقاً للميزانية المقررة وتقرير اعتماد النفقات الإضافية والقيام بالمناقلات بين بنود الموازنة وتقرير التجاوزات.

3.6.3.2 دور المدير التنفيذي

المدير التنفيذي هو شخص يتم تعيينه من قبل مجلس إدارة الشركة ومنحه مسؤولية إدارة الشركة وسلطة اتخاذ القرار ضمن حدود معينة أو يمكن أن يكون ذلك الشخص رئيس مجلس الإدارة نفسه.

إن قرار تعيين المدير التنفيذي من قبل مجلس الإدارة على قيمة الشركة (Holmstrom and Milgrom , 1994)، يؤدي وهامًا في حياة الشركة، فإذا ما اتبع محددات الحوكمة

من قيمة الشركة (Defond et al, 2004)، وعادة يتم تعيين هؤلاء ولذلك فهم يركزون على الأهداف قصيرة الأجل في تحقيق القصور من خلال ربط بعض الحوافز لهؤلاء المديرين

أما بالنسبة لمهام المدير التنفيذي فيمكن إيجازها

١ـ التنفيذ للخطط والخطط: الاستراتيجية والسياسات الموضوعة من قبل مجلس الإدارة. ٢ـ الإشراف على أعمال الشركة.

٣ – ضمان تزويد مجلس الإدارة بالمعلومات الكافية

٤ – الحد من الهدر. المصادر المالية والطبيعية في الشركة.

٥ – تقديم النصح لمجلس الإدارة.

٦ – تحفيز الموظفين ووضع البرامج التشجيعية لهم.

إن قضية الجمع بين منصبي المدير التنفيذي ورئيس مجلس الإدارة كإحدى آليات الحوكمة الداخلية، قد تم مناقشتها من خلال نظريتين هما نظرية الوكالة ونظرية الإشراف التي تم مناقشتهما سابقاً، فمن وجهة نظرية الوكالة يجب فصل المنصبين وذلك لفصل المسؤوليات التشغيلية عن المسؤوليات الرقابية أما من وجهة نظرية الإشراف فإنه يجب الجمع بين الوظيفتين وذلك لتسهيل قيادة الشركة وبطريقة قويه. وكانعكاس للرأيين المختلفين اللذين جاءا في النظريتين السابقتين فقد جاءت الدراسات الميدانية بين مؤيد لنظرية ومعارض لنظرية أخرى، واستناداً إلى (Daily and Dalton,1992) و(Baliga et al , 1996) إن الشركات التي تفصل بين المنصبين تتمتع بانجاز أفضل من تلك الشركات التي تجمع بينهما، وأشار (Coles and Hasterly , 2000) إلى أنه إذا تم الجمع بين المنصبين من قبل رئيس مجلس الإدارة فإن هذا يوسع من سلطته ويضعف بالمقابل من دوره الرقابي وتقييمه لأداء الشركة، إضافة إلى أن الجمع بين الوظيفتين له آثار سلبية على أداء الشركة بسبب عدم قدرة مجلس الإدارة من إنهاء خدمات المدير ذو الأداء السيئ وهذا يمكن أن يؤدي إلى إنتاج تكاليف الوكالة بسبب نزعة المدير العام إلى تحقيق مصالحه الشخصية على حساب مصالح المساهمين (White and Ingrassia , 1992) ، وقد أشار (Brickley et.al , 1997) بأنه يمكن أن يتوفر لدى المديرين المعرفة بالأمور المتعلقة

وقـــــد جـــــاءت نتـــــائج الدراســـــات الســـــابقة متباينـــــة، فقـــــد

مكونـــــة مـــــن ٢٠ شـــــركة نايجيريـــــة أن الفصـــــل بـــــين الـــــوظيفتين

النتيجـــة الســـابقة (Kyereboah - Coleman and Biekpe , 2008) مـــن

مكونـــــة مـــــن ١٦ شـــــركة فـــــي غانـــــا أن تبنـــــي التركيبـــــة المزدوجـــــة

(Moustafa,2005) وجـــــد علاقـــــة عكســـــية بـــــين الجمـــــع بـــــين

دراســـــة مجمـــــوعتين مـــــن الشـــــركات فـــــي الإمـــــارات العربيـــــة

Zamplelli, 2009) إلـــــى وجـــــود علاقـــــة عكســـــية بـــــين التركيبـــــة

(ROA and Tobin's Q) وعلاقـــة إيجابيـــة مـــع(CAPM)، أمـــا (Rechner and

فقـــــد توصـــــلا الـــــى عكـــــس النتـــــائج الســـــابقه مـــــن خـــــلال عينـــــه

الجمع بين المنصبين هو الأفضل لأداء الشركة .

3.7 حجم الشركة

تصـــــف النظريـــــة الاقتصـــــادية أن الزيـــــادة فـــــي حجـــــم الشـــــركة

ينـــــتج عنـــــه مزايـــــا إضـــــافية، وذلـــــك لأن الحجـــــم يمكنهـــــا مـــــن

زيـــــادة الحـــــواجز التـــــي تحـــــول دون دخـــــول المنافســـــين

المحتملـــــين إلـــــى ســـــوق الشـــــركة، فضـــــلاً عـــــن اكتســـــاب النفـــــوذ

وقـــــد أظهـــــرت الدراســـــات الســـــابقة، أنـــــه كلمـــــا كـــــان حجـــــم

على وفورات الحجم لتحقيق الربحية.

2008)، وعندمـــــا تصـــــبح الشركـــــة أكثـــــر توسعـــــاً يـــــزداد حجـــــم

(2007)، وكنتيجـــــة لـــــذلك يتوقـــــع أن تـــــزداد تكلفـــــة الوكالـــــة

وانتهازيتهـــــا وبالتـــــالي مزيـــــداً مـــــن الرقابـــــة (Jensen and

et al, 2004) أن حجـــــم المجلـــــس يـــــرتبط بعلاقـــــة إيجابيـــــة مـــــع حجـــــم

النمـــــو، أمـــــا (Dalton et al ,1998) فقـــــد أشـــــار إلـــــى أن الشـــــركات

الأداء أفضـــــل مـــــن الشـــــركات الكبيـــــرة الحجـــــم، وقـــــد توصـــــل

النتيجـــــة الســـــابقة فقـــــد وجـــــد أن الشـــــركات الكبيـــــرة الحجـــــم

نفـــــس الصـــــناعة، وقـــــد وجـــــد (Dharwadkar et al,2001) أن

حجم الشركة مقاسة بإجمالي أصولها.

3.8 الرفـع المالي

يشير الرفع إلى استخدام الديون في دعم الاستثمار،
وعاده تستخدم الشركات الرفع لزيادة أسعار أسهمها في
السوق المالي، إلا أن استخدام الرفع قد يؤدي إلى
ويرتبط الرفع بهيكل تمويل الشركة فكلما زاد اعتماد
تعظيم الربح أو الخسارة.
الشركة على المصادر الخارجية لتمويل رأسمالها
المستثمر تزداد درجة الرفع والعكس صحيح (مطر، ٢٠٠٣)،
وهذا يفسر لنا ارتباط الرفع بالمخاطرة أيضاً، حيث أن
ازدياد الرفع في هيكل رأس مال الشركة يمكن أن يؤثر على
إن ارتفاع درجة الرفع له آثار إيجابية وسلبية على
قيمة الشركة من خلال الـتأثير على العائد والمخاطرة.
العائد فمن ناحية فإن ارتفاع نسبة الرفع المالي
يؤدي إلى زيادة عائد السهم في حالة ازدهار أعمال
الشركة إلا أنه يؤدي إلى انخفاض هذا العائد في حالة
الانكماش، وكلما زادت نسبة الديون في هيكل رأسمال
لقد أظهرت الدراسات السابقة أثر مختلط للرفع على
الشركة يؤدي إلى زيادة درجة الرفع والعكس صحيح.
1986 ,) فإن التمويل بالدين يزيد من درجة الضغط على
بسبب تخفيض مخاطر السلوك الأخلاقي من خلال تخفيض
تصرف المديرين، وبالنتيجة فإن الشركات التي تتمتع
فرصة لتحسين أدائها، وأن التغير في الديون وحقوق
(Stulz , 1988) و(Harris and Raviv , 1988)، كذلك يؤدي الرفع أيضاً
رأسمال الشركة (Imam and Malik , 2007)، وأيضاً تخفيض
أثر إيجابي على أداء الشركات، وقد افترض (Grossman and
التي لديها رفع مرتفع تؤدي إلى تحفيز مديريها لتحسين
الناجمة عن الإفلاس.

أما الآثار السلبية للرفع ، عندما تكون تكلفة الرفع
والموظفين، الموردين, حول قدرة الشركة على البقاء
الطلب على منتجات الشركة و/أو زيادة تكلفة إنتاج
التي لديها رفع مرتفع يمكن أن تواجه استراتيجيات
من قبل منافسيها الذين يتمتعون برفع أقل (Bolton and

3.9 مؤشرات الأداء

3.9.1 Tobin's Q

تعتبر هذه النسبة إحدى نسب قياس الأداء، وقد تم تطوير هذه النسبة من قبل (James Tobin) في عام 1958 مفترضاً أن مجموع القيم السوقية للشركات مساوية لقيمتها الاستبدالية، ويتم احتساب هذه النسبة من خلال احتساب القيمة السوقية للشركة والتي هي عبارة عن عدد أسهمها المتداولة في السوق مضروبة بالسعر السوقي للسهم مقسومة على التكلفة الاستبدالية لأصول الشركة. حتى تكون هذه النسبة لها معنى لابد من قياس كل من الشركة بشكل معقول، وعادة من الممكن قياس القيمة تكمن الصعوبة في الحصول على تقدير للتكلفة واضحة وخاصة لتسعيرها، مع العلم أن كثيراً من التكلفة الاستبدالية لصعوبة تقديرها. بالرغم من ذلك المنشاة وقوتها المالية كما أنها بمثابة وثيقة لأداء 2003).

وللتخفيف من أثر عدم إمكانية تقدير التكلفة إجمالي الأصول للسنوات موضوع الدراسة وحسب نشرات (2003-2007)، (http://www.dos.gov.jo).

3.9.2 العائد على الأصول (ROA)

تقيس هذه النسبة القوة الإيرادية للأصول المستثمرة في الشركة، وبمعنى آخر تقيس مدى كفاءة الإدارة في استثمار الأموال الموكلة لها من جميع مصادر التمويل سواء كانت داخلية أو خارجية فهي تعتبر مؤشراً لقياس أداء الشركة (ربحية الشركة) وتحتسب هذه النسبة من خلال قسمة صافي الربح قبل ضريبة الدخل والفوائد على إجمالي أصول الشركة.

3.9.3 العائد على حقوق الملكية (ROE)

تقيس هذه النسبة العائد المحقق للمساهمين عن أموالهم المستثمرة في الشركة وتحتسب بقسمة صافي الربح بعد الضريبة على إجمالي حقوق المساهمين.

3.9.4 عائد السهم العادي(EPS)

تعتبر هذه النسبة مهمة للمساهمين حيث تقيس هذه النسبة مدى ما يحققه المساهم العادي من عائد على كل سهم يملكه من أسهم الشركة. لقد ألزمت معايير المحاسبة الدولية وهيئه الأوراق المالية الشركات بضرورة الإفصاح عن هذه النسبة في صلب قائمة الدخل سواء في البيانات الختامية أو في البيانات المرحلية و يتم احتساب هذه النسبة بقسمة صافي الربح بعد الضريبة مطروحاً منها توزيعات الأسهم الممتازة على عدد الأسهم المتداولة في السوق المالي.

يشير الجدول رقم (٣-١) ملخص لبعض الدراسات التي استخدمت هذه النسب كمؤشر لقياس الأداء وربطه مع حوكمة الشركات والنتائج التي خلصت إليها هذه الدراسات.

جدول رقم (3-1)

Examples of recent emperical studies

Author(s)	Data	Corporate governance measures Indicators	Performance measures	Result
Trangadisaikul, 2007	136 Firms 1993-1997 Thailand	Cor. Ownership Inst.Ownership Ind.Ownership Gov.Ownership	ROA, TFP ROA, TFP ROA, TFP ROA, TFP	P , P N , P P , N N , N
Imam and Malik , 2007	201 Ffirms 2000-2003 Bangaladish	Gov.Ownership Inst.Ownership For. Ownership Gen.Public	Tobin's Q Tobin's Q Tobin's Q Tobin's Q	N P P N
Aydin, Sayim and Yalama, 2007	All Firms 2003-2004 Turkey	For. Ownership	ROA	P
Chen , Chun and	1999-2002	Gov.Direct controling	ROA	N

Zhu, 2005	China			
Kajola , 2008	20 Firms 2000-2006 Nigerian	Board Size Board Size CEO Duality CEO Duality	ROE Profit Margine ROE Profit Margine	P N N N
Rechner & Dalton , 1991	141 Firms USA	CEO Duality CEO Duality	ROA Tobin's Q	P P
Author(s)	**Data**	**Corporate governance measures Indicators**	**Performance measures**	**Result**
Moustafa,2005	24 Firms/Duality 25 Firms / Non-Duality 1998-2002 UAE	CEO Duality CEO Non-Duality Firm Size (S &L) Firm Size / Small Firm Size / Large Financial Leverage	ROE , Asset utilization ROE , Asset utilization ROE ROA ROA ROA,ROE,Asset utilization	N,N P,P P P N N,N.N
Keyreboah - Coleman and Biekpe , 2008	16 Firms 1990-2001	Board size Board size CEO Duality CEO Duality	ROA Tobin's Q ROA Tobin's Q	P P Insignificant N
Ramasamy, Ong and Yeung, 2005	30 Plant 2000-2003 Malysia	Firm Size (large) Gov.Ownership	ROA ROA	N N
Lazarides & Pitoska , 2009	Greece	Debt	Tobin's Q	P
Lyengar and Zampell 2009	USA	CEO Duality	Tobin's Q ROA	N N

Guest, 2009	UK 22 Years	Board size	Tobin's Q EPS	N N
Pacini,Hillson and Marleh, 2008	USA 2 years	Board size	Tobin's Q EPS	N N
Author(s)	**Data**	**Corporate governance measures Indicators**	**Performance measures**	**Result**
Aliahmed,Ahmad and Abu Razak, 2008	210 Firms 1995-2005 Malaysia	Government Share Leverage	Tobin's Q , ROA ROA , Tobin'sQ	P.P N, P
Hovey, 2006	3835 Firms 1997-2001 China	Indivdual ownership For. ownership Inst.ownership Firm size Lverage	Tobin's Q Tobin's Q Tobin's Q Tobin's Q Tobin's Q	Positive/ medium Positive/ medium Positive/ Significat Big firms Is better than small N
Bohren, and Odegaard,& Norge bank 2004	All non financial firms 1989-1997 norge	Board size Insider ownership Outsider ownership	Tobin's Q Tobin's Q Tobin's Q	N P N
Douma, George and Kabir, 2003	1999-2000 1005 Firms India	For.ownership Inst.ownership	ROA & Tobin's Q ROA & Tobin's Q	P N

فيما يلي توضيح لبعض المختصرات الوارده في الجدول اعلاه :

ROA: Return on assets , ROE : Return on equity , EPS : Earning per share
TFP : Total factory production , COR : Corporate , IND: Individual ,
Gov: Government , Inst : Institution , FOR : Foreign ,

الفصل الرابع

منهجية الدراسة

4.1 منهجية الدراسة

تتلخص منهجية الدراسة في توضيح كل من بيانات الدراسة، عينة الدراسة، فرضيات الدراسة، و الأساليب الأحصائيه المستخدمة في عملية التحليل، و فيما يلي توضيح لكل من هذه النقاط:

4.1.1 بيانات الدراسة

كون هذه الدراسة تقوم على فحص أثر متغيرات الحوكمه الداخلية و تكلفة الوكالة و الرفع المالي على أداء الشركات الصناعية الأردنية، قامت هذه الدراسة بالاعتماد بشكل كلي على المصادر الثانوية في جمع البيانات متمثلة فيما يلي :

- مراجعة الدراسات السابقة و الأدبيات المتعلقة بمفهوم الحوكمه لتعريف متغيرات الدراسة و تحديد العلاقات المطلوبة.
- مراجعة التقارير المالية الصادرة عن عينة الشركات المختارة للحصول على البيانات المتعلقة بمؤشرات الأداء و الحجم.
- مراجعة البيانات و النشرات الصادرة عن بورصة عمان للأوراق المالية للحصول على البيانات المتعلقة بحوكمة الشركات مثل نسب الملكية و مجالس الإدارة.

4.1.2 مجتمع وعينة الدراسة

يتمثل مجتمع هذه الدراسة في الشركات الصناعية المدرجة في بورصة عمان للأوراق المالية في الفترة الواقعة ما بين الأعوام 2003 –2007، وقد تقرر اختيار عشرين شركة صناعية بشكل عشوائي بناء على عامل الحجم، حيث تم اختيار عشرة شركات كبيرة وعشرة شركات صغيرة وفقاً لقيمتها السوقية للعام ٢٠٠٧، وذلك من أجل دراسة أثر الحجم على الحوكمة وقد تم اختيار

الشركات الصناعية ليتم دراستها في هذا البحث بسبب كثرة الدراسات المتعلقة بالحوكمة والتي تم تطبيقها على قطاع البنوك باعتباره القطاع الأكثر عرضة لتطبيق هذه المبادئ نظراً لأهميته ودوره في الاقتصاد ونظراً لكونه القطاع الأكثر تنظيماً من حيث الجهات الرقابية.

4.2 أساليب التحليل الإحصائي

تم استخدام مجموعة من الأساليب الإحصائية الوصفية الدراسة ، حيث ستعتمد هذه الدراسة بشكل رئيسي على (Regression) لمعرفة أثر متغيرات الحوكمة (المتغيرات (المتغيرات التابعة)، ومن اجل تعزيز نتائج Univariate . كذلك من اجل معرفة إذا ما كان هنالك بناءاً على متغيرات الحجم، وحجم مجلس الإدارة سيتم (Independent Sample T- test) لدراسة هذا التباين.

4.3 فرضيات الدراسة

ستقوم هذه الدراسة بفحص الفرضيات التالية والتي تم اشتقاقها من أهداف الدراسة وأسئلتها:

H1 : يوجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين بنية الملكية والأداء المالي للشركات الصناعية الأردنية.

H1a : يوجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين بنية الملكية

H1b : يوجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين بنية الملكية

H1c : يوجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين بنية الملكية

H1d : يوجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين بنية الملكية

H2 : يوجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين حجم مجلس الإدارة والأداء المالي للشركات الصناعية الأردنية.

H2a : يوجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين حجم مجلس

H2b : يوجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين حجم مجلس

الملكية.

H2c : يوجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين حجم مجلس

H2d : يوجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين حجم مجلس

H3 : يوجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين الجمع بين منصبي المدير التنفيذي ورئيس مجلس الإدارة والأداء المالي

H3a : يوجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين الجمع بين منصبي المدير التنفيذي ورئيس مجلس الإدارة ومعدل

H3b : يوجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين الجمع بين منصبي المدير التنفيذي ورئيس مجلس الإدارة ومعدل

H3c : يوجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين الجمع بين منصبي المدير التنفيذي ورئيس مجلس الإدارة ومعدل

H3d : يوجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين الجمع بين منصبي المدير التنفيذي ورئيس مجلس الإدارة و Tobin's Q.

H4 : يوجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين الرفع المالي والأداء المالي للشركات الصناعية الأردنية.

H4a : يوجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين الرفع المالي

H4b : يوجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين الرفع المالي

H4c : يوجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين الرفع المالي

H4d : يوجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين الرفع المالي

H5 : يوجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين تكلفة الوكالة والأداء المالي للشركات الصناعية الأردنية.

H5a : يوجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين تكلفة

H5b : يوجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين تكلفة

H5c : يوجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين تكلفة

H5d : يوجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين تكلفة

H6 : يوجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين حجم الشركة والأداء المالي للشركات الصناعية الأردنية.

H6a : يوجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين حجم الشركة

H6b : يوجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين حجم الشركة

H6c : يوجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين حجم الشركة

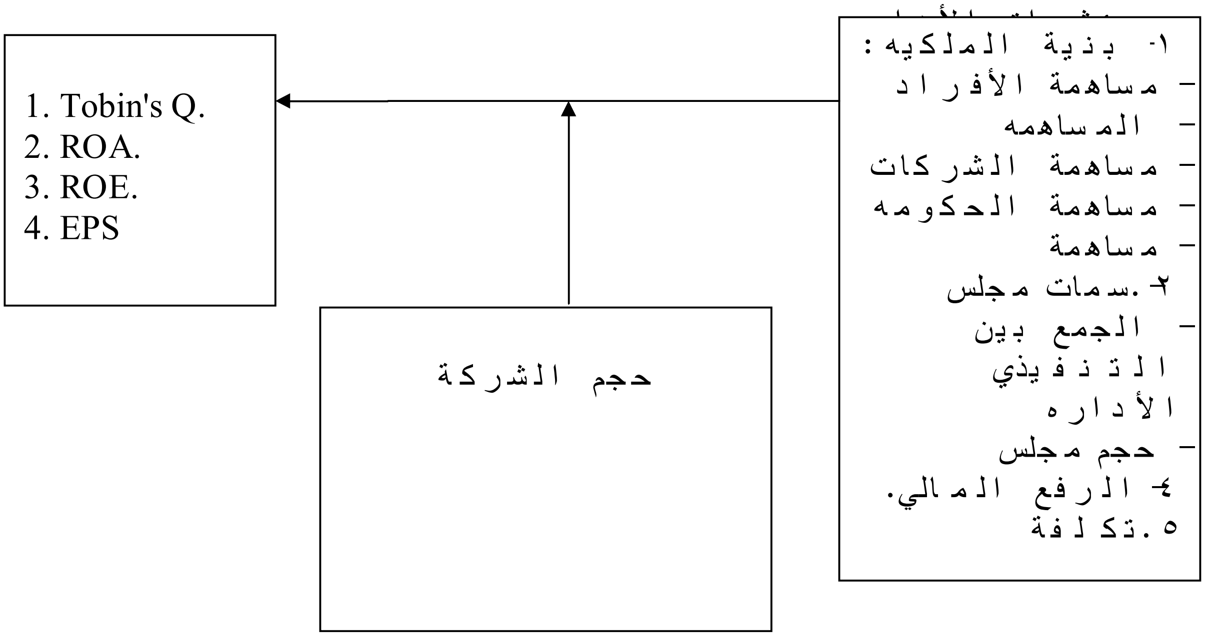
H6d : يوجــــد علاقـــــة ذات دلالـــــة إحصـــــائية بــــين حجــــم الشــــركة وTobin's Q.

4.4 أنموذج الدراسه

المتغيرات المستقلة

عناصر الحوكمه الداخليه   المتغير الضابط

والرفع المالي وتكلفة الوكالة المتغير التابع



4.5 تعريف متغيرات الدراسة

4.5.1 المتغيرات المستقله

4.5.1.1 : بنية الملكيه : عدد ألأسهم المملوكه من قبل ألأفراد ، الشركات، المؤسسات، الأجانب، الحكومه نسبة والتي يتم أسرا لمال على بإشر عت... للسنوات من ٢٠٠٣-

- ملكية الأفراد (IND)
- ملكية الأجانب (FOR)
- ملكية الشركات (CORP)
- ملكية الحكومه (GOV)

- ملكية المؤسسات (INST)

4.5.1.2 : حجم مجلس الأداره (BDS) : عدد اعضاء مجلس الأداره العاملين في المجلس، وقد تم تقسيم حجم المجلس لغايات دا لوماجسة و لعشر ا لأولحلجم: ملنى ٣ مـ١٢ام لوعضتايق.:
المجموعه الثانيه: من ٨ - ١٣ عضو.
من الدراسات التي تناولت هذا المتغير (Harjoto and JO, 2009) ، (Belkhir, 2009) ، (Beiner et al , 2004) و (Jaafar and El-shawa , 2009) .

4.5.1.3 : الجمع بين منصبي المدير التنفيذي ورئيس مجلس الأداره (CEOCHAIR): المدير التنفيذي و رئيس مجلس الأداره هناك جمع بين منصبي المدير التنفيذي ورئيس مجلس المنصبين فيأخذ القيمة (١)، وقد تم تناول هذا المتغير (Petra , 2008) و (Lam and lee , 2008) و (Abdullah , 2004)

٤.5.1.4 : تكلفة الوكالة (AGC) : سوف يتم قياس تكلفة المبيعات إلى إجمالي الأصول، وقد استخدمت هذه النسبة (Mcknight and Weir , 2007) و (Singh and Davidson III , 2003) و (2000 ، بررروا سبب استخدام هذه النسبة إلى قدرتها على قياس لتوليد المبيعات، فكلما كانت النسبة مرتفعه فهذا الشركة بكفاءة عالية، أما النسبة المنخفضة فتدل إدارة الشركة وعدم كفاءة الإدارة في استخدام أصول

4.5.1.5 : الرفع المالي (LEV) : سيتم قياس الرفع من خلال نسبة إجمالي المطلوبات إلى إجمالي الأصول، وقد تم استخدام هذه النسبة في القياس من قبل (Yen and Andre, 2006) و (Rong-Jie, 2008) والسبب في استخدام هذه النسبة:
١ – تقيس هذه النسبة المخاطر المالية من خلال تحديد كم من أصول الشركة قد تم تمويلها عن طريق الدين.
٢ – أنها تمثل نسبة شامله نظرا لأنها تتضمن الديون الموجودات الملموسة و غير الملموسة.

4.5.2 المتغيرات التابعة (مؤشرات الأداء)

4.5.2.1: **Tobin'sQ** : يتم استخدامه لقياس قيمة المنشأة ,
ويتم احتسابه من خلال ثلاثة نماذج وهي :

١. Tobin'sQN : عدد أسهم الشركة المتداولة مضروبة بسعر السهم السوقي مقسومة على إجمالي أصول

٢. Tobin'sQI : عدد أسهم الشركة المتداولة مضروبة بسعر السهم السوقي مقسومة على إجمالي أصول الشركة

٣. Tobin'sQT : عدد أسهم الشركة المتداولة مضروبة بسعر السهم السوقي مضافاً إليها إجمالي المطلوبات مقسومة على إجمالي أصول الشركة، بعد استبعاد أثر التضخم.

وقد قامت الدراسة بإضافة النسبة الثانية لاختبارها في الدراسة، نظراً لعدم وجود أسواق متاحة لتسعير أصول المنشأة للحصول على التكلفة الاستبدالية للأصول، ولذلك فقد تم تأثير إجمالي أصول الشركة بنسب التضخم التي كانت سائدة في الأردن للسنوات موضوع الدراسة حيث تم الحصول عليها من خلال نشرات دائرة الإحصاءات العامة، وقد كانت هذه النسب على النحو التالي :

٢٠٠٣	2.3%
٢٠٠٤	3.4%
٢٠٠٥	3.5%
٢٠٠٦	6.3%
٢٠٠٧	5.4%

ويجب أن ننوه هنا إلى أنه عند استخدام هذه النسبة يجب استبعاد الأسهم الممتازة من الاحتساب

لقد استخدم Tobin's Q في العديد من الدراسات منها (Bhagat (Gompers et al , 2003)، (Pallthitta ,2005) ، (Ouyang, 2007) ، (Aggarwal et al. 2007)، وقد ناقشوا سبب استخدامه ، كأداة

4.5.2.2: معدل العائد على الأصول (ROA) : تعد هذه النسبة عام، ويتم احتساب هذه النسبة من خلال قسمة صافي الربح أصول الشركة وقد تم استخدام هذه النسبة من قبل 2008) و(Zheng,2007) و(Bahagat et al ,2007).

4.5.2.3 العائـــد علـــى حقـــوق الملكيـــة (ROE) : يـــتم احتســـابها مـــن خـــلال قســـمة صـــافي الـــربح بعـــد الضـــريبة علـــى إجمـــالي حقـــوق المســـاهمين. مـــن الدراســـات التـــي اعتمـــدت هـــذه النســـبة كمقياس للأداء (Kajola , 2008) و (Rashid , 2008).

4.5.2.4 الســـهم العـــادي (EPS) : تحتســـب هـــذه النســـبة مـــن خـــلال قســـمة صـــافي الـــربح بعـــد الضـــريبة مطروحـــا منهـــا توزيعـــات الأســـهم الممتـــازة علـــى عـــدد الأســـهم العاديـــة المتداولـــه فـــي الســـوق المـــالي وقـــد تنـــاول هـــذا المؤشـــر كمقيـــاس لـــلأداء (Guest,2009) و (Pacini , et al,2008)

4.5.3 المتغير الضابط (حجم الشركة)

ســـيتم قيـــاس هـــذا المتغيـــر مـــن خـــلال، إجمـــالي أصـــول الشـــركة وإجمـــالي مبيعاتهـــا . وقـــد اســـتخدم حجـــم الشـــركة كمتغيـــر وســـيط (ضـــابط) فـــي دراســـة ، (Gupta et al . 2009) و(Bathula, 2008)، (Rashid , 2008)

جدول رقم (٤٠١)

ملخص تعريف المتغيرات واسس قياسها

المتغير	رمز	اساس القياس
المتغيرات **بنية الملكيه :** ملكية الأفراد ملكية الشركات ملكية المؤسسات ملكية ألأجانب ملكية الحكومه **سمات مجلس الأداره** الجمع بين منصبي التنفيذي ورئيس حجم المجلس **تكلفة الوكاله** **الديون (الرفع** **المتغيرات التابعه**	 IND CORP INST FOR GOV CEOCHAIR BDS AGC FLEV	 نسبة مساهمة الأفراد في رأس نسبة مساهمة الشركات في رأس نسبة مساهمة المؤسسات في رأس نسبة مساهمة الأجانب في رأس نسبة مساهمة الحكومه في رأس متغير وهمي يأخذ قيمه بين (٠) و عدد اعضاء مجلس الأداره نسبة اجمالي المبيعات الى نسبة اجمالي المطلوبات الى
TOBIN'S Q	TBQN	عدد اسهم الشركه المتداوله مضروبه بسعر السهم السوقي
Adjusted TOBIN'S Q	TBQI	عدد اسهم الشركه المتداوله مضروبه بسعر السهم السوقي مقسومه على اجمالي اصول
Adjusted TOBIN'S Q	TBQT	عدد اسهم الشركه المتداوله مضروبه بسعر السهم السوقي مضافا اليها اجمالي
معدل العائد على الأصول	ROA	صافي الربح قبل الفوائد والضرائب مقسوما على
معدل العائد على حقوق الملكيه	ROE	صافي الربح بعد الضريبه مقسوما على اجمالي حقوق
ربحية السهم العادي	EPS	صافي الربح بعد الضريبه مطروحا منها توزيعات الأسهم الممتازه مقسوما على عدد
المتغير الضابط حجم الشركه حجم الشركه	 SZE SZE	 مقاس بأجمالي اصول الشركه مقاس بأجمالي مبيعات

الفصل الخامس

النتائج ومناقشتها

5.1 مقدمه

يتضمن هذا الفصل نتائج الدراسة وتحليل البيانات والأساليب الإحصائية المطبقة على نموذج البيانات، كما ويتضمن هذا الفصل مناقشة نتائج اختبار العلاقة بين آليات الحوكمة والمتغير الضابط مع الأداء.

لقد تم تقسيم هذا الفصل إلى الأقسام التالية : القسم (5.2) يتضمن التحليل الوصفي لبيانات الدراسة (Descriptive). القسم (5.3) يتضمن معامل ارتباط بيرسون ، القسم (5.4) يتضمن ستخدام تحليل الانحدار الخطي المتعدد (Multiple Regression)، القسم (5.5) والقسم (5.6) يتضمن نتائج اختبار الفروق بين متوسطين للعينات المستقلة (Independent T-test) ، وذلك لمعرفة أثر حجم الشركة وحجم مجلس الإدارة على أداء الشركات، القسم (5.7) يتضمن نتائج اختبار تحليل التغاير الأحادي (Univariate)، وذلك لتعزيز نتائج الدراسة التي تم تحليلها بأسلوب الانحدار الخطي المتعدد، أما القسم (5.8) فيتضمن مناقشة نتائج الدراسة، القسم (5.9) يتضمن التوصيات ، اما القسم الأخير (5.10) فيتضمن محددات الدراسه .

التحليل الوصفي (Descriptives)

يمثل التحليل الوصفي الطرق الرقمية أو الحسابية لجمع المعلومات والبيانات لتلخيصها أو اختصارها وعرضها بالطرق المناسبة بشكل رسومات، جداول ومؤشرات سواء من العينة أو المجتمع وجعلها سهلة الفهم والاستخدام.

تم استخدام التحليل الوصفي لتحليل الملامح الأساسية لبيانات الدراسة، حيث يتضمن التحليل الوصفي المستخدم في هذه الدراسة الوسط الحسابي و الانحراف المعياري لإظهار النزعة المركزية ، والحد الأعلى والأدنى لقيم تلك المتغيرات لإظهار المدى.

5.2.1 المتغيرات المستقله (Independent Variables)

جدول (5-1)

Variable	Mean	Std.Deviation	Minimum	Maximum
IND	48.254%	28.429%	0.000%	98.780%
FOR	21.389%	26.324%	0.000%	91.040%
CORP	13.619%	16.783%	0.000%	69.590%
GOV	6.340%	14.879%	0.000%	81.990%
INST	6.507%	9.927%	0.000%	33.700%
LEV (Total liabilities to Total Assets)	29.659%	21.586%	1.400%	83.600%
AGC (Sales to Assets) (Tiimes)	.76096	71.272%	.0050	3.621
CEOCHAIR	77.000%	42.295%	0	1
BDS (#)	8.6	2.655279	2*	13

N = 100 * Exceptional Board Size

يظهر الجدول السابق وعلى اساس متوسط ٥ سنوات ما يلي:

١- بنية الملكيه : ان ملكية الأفراد تمثل اغلبية مالكي الأسهم بنسبه قدرها (48.254%) ، يليها على التوالي ملكية الأجانب بنسبة (21.389%) و ملكية الشركات بنسبة (13.619%) وملكية الحكومة (6.340%) وأخيراً ملكية المؤسسات (6.507%).

٢- الرافعة المالية (LEV) : بلغت بنسبة متوسطة (29.659%) وتشير هذه النسبه الى ان اصول الشركات التي تتضمنها العينه مموله بنسبة (29.659%) بالمتوسط.

٣- كفاءة الوكالة (AGC) : بلغت قيمة متوسط هذه النسبة (0.76096) مره ، وتشير الى كفاءة الأداره في استغلال اصول الشركه في تحقيق مزيدا من المبيعات فكلما زادت هذه النسبه كلما ...

٤- الجمع بين منصبي المدير التنفيذي ورئيس المجلس (CEOCHAIR) : تشير نتيجة التحليل الوصفي الى 77% ...

٥- حجم مجلس الأداره (BDS) : تتضمن متوسط حجم المجالس تقريبا (٩) اعضاء. وهذا يشير الى ان الشركات في الأردن تميل الى الأعتدال في احجام مجالسها مع العلم ان الحد الأعلى لحجم المجلس استنادا الى قانون الشركات الأردني رقم

(5.2.2) الاحصاءات الوصفية للمتغيرات التابعة (Dependent Variables)

جدول (5-2)

Variable	Mean	Std.Deviation	Minimum	Maximum

TOB'QN (Market capitalization Divided by Total Assets)	1.2594	82.793%	0.241	5.077
TOB'QI (Market Capitalization Dievided by Total Assets adjusted for Inflation rates	1.6954	78.021%	0.2535	8.4753
TOB'QT (Market Capitalization + Total Liabilities Devided by Total Assets)	1.6211	81.708%	0.5429	5.6353
ROA	7.141%	7.300%	-7.800%	32.500%
ROE	10.985%	9.789%	٤.٢١00%	38.600%
EPS	14.782%	20.782%	-67.000%	51.700%

يبين الجدول السابق ما يلي :

١- بلغ متوسط TOB'Q خلال فترة العينه ٢٠٠٣ -٢٠٠٧ وحسب مختلف طرق قياس هذا المتغيرعلى التوالي ، 1.2594 ، 1.6954 ، 1.6211 . وتشير هذه النتائج الى ان الشركات التي تتضمنها هذه العينه تتمتع بوضع جيد وقدرته على خلق قيمه لمساهميها نظرا لأن الوسط الحسابي له اكبر من (١) ،

٢- العائد على الأصول (ROA) بلغ الوسط الحسابي (7.141%) ... الحد الأدنى والأعلى على التوالي (−7.8%) و (32.5%) ، وهذا يدل على مدى

٣- العائد على حقوق الملكيه (ROE) : يشير الوسط الحسابي والبالغ (10.985%) الى عائد اموال المساهمين المستثمره في هذه العينه مع تفاوت كبير في مستوى هذا العائد ... (4.21%) و (38.6%) .

٤- عائد السهم العادي (EPS) : ... التحليل الوصفي ان متوسط عائد السهم العادي بلغ (14.782%) ، وقد بلغ الحد الأعلى والأدنى لهذا العائد على التوالي (-67%) و (51.7%) ، ومن الواضح ان وجود القيم السالبه خلال ... الحسابي لهذا المتغير منخفض .

5.2.3 المتغير الضابط (Control Variable)

جدول(3-5)

Variable	Mean	Std.Deviation	Minimum	Maximum

SZE (Total Assets)	7.46	0.8695	6	9
SZE (Sales)	7.03	1.067944	4	9

يلاحظ من خلال الجدول السابق اختلاف واضح في قيم الوسط الحسابي ، الأنحراف المعياري والقيم الدنيا والعليا لهذا المتغير، نظرا لأختلاف طرق قياسه ومن المتوقع ان يكون لهذا الأختلاف اثر على مؤشرات الأداء وسيتبين هذا من خلال اجراء اختبار Independent Sample T-Test

5.2.4 التحليل الوصفي لمتوسطات المتغيرات على اساس كل سنه من سنوات الدراسه

جدول(5-4)

Descriptive Statistics (Comparison of Means for each variable of each year of Study)

	2003	2004	2005	2006	2007
IND	53.575%	52.816%	52.744%	42.049%	41.599%
FOR	17.951%	19.744%	21.620%	26.778%	28.134%
CORP	16.443%	15.551%	13.195%	15.487%	14.841%
GOV	8.151%	5.555%	7.435%	7.145%	9.700%
INST	5.035%	7.435%	7.145%	9.700%	8.360%
AGC	0.720	0.744	0.762	0.766	0.814
CEOCHAIR	65.000%	85.000%	90.000%	75.000%	70.000%
BDS	8.55	8.8	8.5	8.65	8.5
FMZ (SALES)	6.90	7.00	7.10	7.00	7.15
FMZ (Total Assets)	7.35	7.45	7.10	7.45	7.50
ROA	5.790%	6.475%	7.510%	7.510%	8.420%
ROE	8.615%	9.860%	12.745%	10.985%	12.720%
EPS	9.680%	17.000%	15.905%	15.570%	15.755%
TOB'Q N	1.0973	1.330	1.352	1.3539	1.3637
TOB'Q I	1.2798	1.7773	1.5944	1.5952	1.4373
TOB'QT	1.4279	1.6915	1,7168	1.5235	1.7459

يلاحظ من الجدول السابق وعلى اساس متوسط الأرقام الوارده فيه ما يلي :

أ- بنيـــة الملكيـــه : يلاحـــظ انخفـــاض نســـبة مســـاهمة الأفـــراد (IND) مـــن 53.575% فـــي عـــام ٢٠٠٣ الـــى 41.599% فـــي العـــام ٢٠٠٧ اي بنســـبة 11.976% ، وتنـــامي حصـــة مســـاهمة الأجانـــب (FOR) بنســـبة 10.183% وقـــد يكمـــن الســـبب فـــي خصصـــة الشـــركات مـــن قبـــل الحكومـــه ، وانخفـــاض ضـــئيل لمســـاهمة الشـــركات (CORP) بنســـبة 1.602% ، وزيـــادة نســـب كـــل مـــن الحكومـــه(GOV) والمؤسسات (INST) على التوالي بنسبة 1.549% و 3.010% .

ب – تكلفة الوكالة (AGC) : يلاحظ زيادة نسبة الأستفاده من الأصول وهو المقياس المعتمد لقياس هذا المتغيروبقيمه 094. مره وبالرغم من ضئالة هذه النسبه الا انها تبين مدى اهتمام الأداره في تحسين هذا المؤشر كأداة لتقييم ادائها في استخدام الأصول الموكلة اليها.

ج- الجمع بين منصبي المدير التنفيذي ورئيس مجلس الأداره (CEOCHAIR) : نلاحظ ان النسبه ارتفعت بين عامي ٢٠٠٣ و ٢٠٠٧، حيث كانت عملية الفصل مؤثره في العام ٢٠٠٥ الا انها تراجعت في العام ٢٠٠٧.

د- حجم الشركه (FMZ) يوجد مقياسين حسب ما جاء في الجدول، المقياس الأول هو على اساس اجمالي المبيعات، ويلاحظ نمو المبيعات بين عامي ٢٠٠٣ و٢٠٠٧، اما بالنسبه للمقياس الثاني وهو اجمالي الأصول نلاحظ ايضا نموه خلال السنوات.

هـ- العائد على الأصول (ROA) : يلاحظ ارتفاع العائد على الأصول بين عام ٢٠٠٣ و ٢٠٠٧ وبنسبة 2.63%.

و- العائد على حقوق الملكيه (ROE) : ارتفاع بنسبة 4.105% بين عامي ٢٠٠٣ و ٢٠٠٧

ز- عائد السهم العادي (EPS) : ارتفعت هذه النسبه بين عامي ٢٠٠٣ و ٢٠٠٧ بنسبة 6.075% وكما ذكرنا سابقا ان القيم السالبه لهذا المتغير قد ادت الى انخفاض وسطه الحسابي.

ح – TOB'Q : يلاحظ ارتفاع هذا المؤشر خلال اعوام على استقرار السوق المالي خلال اعوام الدراسه، مما دخول مستثمرين من خارج المملكه.

5.3 معامل ارتباط بيرسون

Pearson Correlation Matrix

جدول (5-5)

Variable	TOB'QN	TOB'QI	TOB'QT	ROA	ROE	EPS	IND	FOR	CORP	GOV	INST	FMZ(Assets)	FMZ (Sales)	LEV	AGC	CEO	BDC
TOB'QN	1																
TOB'QI		1															
TOB'QT			1														
ROA	.566**	.368**	.546**	1													
ROE	.484**	.373**	.546**	.887**	1												
EPS	.400**	.181	.451**	.294**	.386**	1											
IND	-.405**	-.572**	-.435**	-.301**	-.286**	-.130**	1										
FOR	.415**	.493**	.470**	.305**	.355**	.013	-.701**	1									
CORP	.038	-.115	-.050	-.083	-.166	.059	-.076	-.390	1								
GOV	-.017	.333**	.031	-,019	-.012	-.066	-.506**	.071	-.156	1							
INST	-.028	-.015	-.003	.170	.149	.342**	-.169	-.36	-.079	-.055	1						
FMZ(Assets)	.195	.490**	.348**	.160	.293**	.324**	-.474**	.303**	-.242*	.434**	.393**	1					
FMZ(Sales)	-.093	.027	.064	-.074	.059	.117	-.178	.099	-.120	.114	.453**	.710**	1				
LEV	-.354**	-.007	-.090	-.205*	.111	.092	.001	.089	-.322**	.179	.075	.495**	.578**	1			
AGC	-.186	-,175	-.041	-.114	-.010	.055	.027	-,052	-.098	.025	.249*	.382**	.769**	.566**	1		
CEO	.055	.099	.042	.015	.054	.035	-.114	.138	-.176	.089	.124	.182	.159	.141	.122	1	
BDS	.087	.256*	.045	.087	.112	.362*	-.143	-.259**	.241*	.172	.480**	.494**	.398**	.138	.295**	-.020	1

** Correlation is Significant at 0.01 Level (2-Tailed)

* Correlation is Significant at .05 Level (2-Tailed)

5.4 اسلوب الانحدار الخطي المتعدد (Linear Multiple Regression)

تستخدم هذه الطريقة في التعرف على امكانية التنبؤ بمتغير مستقل من متغيرات تابعه وكذلك نسبة اسهام كل متغير مستقل في المتغير التابع فهذا الأسلوب الأحصائي يساعد في وصف التأثيرات المباشره للمتغيرات المستقله في المتغيرات التابع. حيث يمكن التعبير عنه بالصورة $Y = B_0 + B_1X_1 + B_2X_2 + \ldots + B_kX_k + U_i$ بالمتغيرات التابعة (مؤشرات الأداء) ، وهي (ROA) و (ROE) و (EPS) و (Tobin's Q) ...

نتائج تحليل الانحدار الخطي المتعدد للمتغير التابع العائد على الأصول (ROA)

Dependent Variable: ROA
Method: Multiple Regression
Sample: 2003- 2007
Total Observations: 100

جدول (5-6)
Model (1)

Variable	Coeffecient	Std.Error	t-Statistic	Prob
(Constant)	0.302671	0.161322	1.876195	0.064
IND	-0.33217	0.153439	-2.16481	0.033*
FOR	-0.22044	0.149115	-1.47832	0.143
CORP	-0.31343	0.138996	-2.25495	0.027*
GOV	-0.36995	0.167185	-2.21281	0.029*
INST	-0.16685	0.139378	-1.19709	0.234
LOG(FMZ) Total assets	0.008628	0.014343	0.601538	0.549
LEV	-0.08633	0.045997	-1.87678	0.064
AGC	-0.00277	0.012181	-0.22733	0.821
CEOCHAIR	-0.00421	0.016425	-0.25647	0.798
BDS	0.002298	0.004439	0.517635	0.606

R	0.502	F	3.000
R-squared	0.252	Prob(F-statistic)	.003
Adjusted R-squared	0.168	Durbin-Watson stat	2.097

*Prob = .05

يمكن التعبير عن معادلة الأنحدار الخطي المتعدد بالشكل التالي:

ROA = 0.302671- 0.33217 (IND) -0.22044 (FOR) -0.31343 (CORP) -0.36995 (GOV) -0.16685 (INST) +0.008628 (FMZ) -0.08633 (LEV) -0.00277 (AGC) -0.00421 (CEOCHAIR)+ 0.002298 (BDS)

نلاحظ من خلال الجدول السابق ، وجود علاقه عكسيه ذات دلاله احصائيه لمتغيرات بنية الملكيه، مساهمة الأفراد (IND) ، حصة مساهمة الحكومه (GOV) و حصة مساهمة الشركات (CORP) و المتغير التابع (ROA) , بأستثناء حصة مساهمة الأجانب (FOR) و حصة مساهمة المؤسسات (INST) . كما يوضح الجدول ايضا عدم وجود تأثير للرفع المالي (LEV) على مؤشر الأداء العائد على الأصول (ROA) ، كذلك بقيت متغيرات الدراسه الأخرى والمتمثله في الجمع بين منصبي المدير التنفيذي ورئيس مجلس الأداره (CEOCHAIR) و الوكاله (AGC) و حجم مجلس الأداره (BDS) و حجم الشركه (FMZ)، دون تأثير .

Dependent Variable: ROA
Method: Multiple Regression
Sample: 2003-2007
Total Observations: 100

جدول (5-7)
Model (2)

Variable	Coeffecient	Std.Error	t-Statistic	Prob
(Constant)	0.209959	0.168679	1.244728	0.216
IND	-0.26666	0.155938	-1.71005	0.091
FOR	-0.1591	0.150457	-1.05744	0.293
CORP	-0.26617	0.140641	-1.89256	0.062
GOV	-0.31108	0.163873	-1.89832	0.061
INST	-0.13012	0.136993	-0.94984	0.345
LOG (FMZ) Total sales	0.016431	0.010561	1.555723	0.123
LEV	-0.09147	0.042447	-2.15492	0.034*
AGC	-0.01251	0.013205	-0.94733	0.346
CEOCHAIR	-0.0053	0.016255	-0.32592	0.745
BDS	0.001606	0.003715	0.432461	0.666

R	0.5١٩	F	3.274
R-squared	0 .2٦٩	Prob(F-statistic)	.001
Adjusted R-squared	0.1٨٧	Durbin-Watson stat	2.068

*Prob = .05

يمكن التعبير عن معادلة الانحدار الخطي المتعدد بالشكل التالي :

ROA = 0.209959-0.26666 (IND) -0.1591 (FOR) -0.26617 (CORP) -0.31108 (GOV) -0.13012 + 0.016431(FMZ) - 0.09147 -0.01251 (LEV) -0.01251 (AGC) -0.0053 (CEOCHAIR)+ 0.001606 (BDS)

يظهر من خلال الجدول اعلاه ، انعدام تأثير متغيرات بنية

مساهمة الأفراد (IND) ، حصة مساهمة الحكومه (GOV) و حصة مساهمة الشركات (CORP) ، مع بقاء باقي متغيرات بنية الملكيه وهي حصة مساهمة الأجانب (FOR) و حصة مساهمة المؤسسات (INST) ايضا دون تأثير كما في النموذج الأول على مؤشر الأداء (ROA) ، كذلك لوحظ وجود علاقه عكسيه ذات دلاله احصائيه للرفع المالي (LEV) على مؤشر الأداء (ROA) ، اما باقي متغيرات الدراسه والمتمثله في الجمع بين منصبي المدير التنفيذي ورئيس مجلس الأداره (CEOCHAIR) و تكلفة الوكاله (AGC) و حجم مجلس الأداره (BDS) و حجم الشركه (FMZ) بقيت ساكنه دون أي تأثير ، وقد تغير قياس حجم الشركه حيث كان اساس القياس في النموذج الأول اجمالي الأصول اما في النموذج الثاني على اساس اجمالي المبيعات ، حيث لوحظ تنامي اجمالي المبيعات في بعض الشركات بحيث وصلت الى ضعف رأس المال.

٢- نتائج تحليل الأنحدار الخطي المتعدد للمتغير التابع العائد على حقوق الملكيه (ROE)

Dependent Variable: ROE
Method: Multiple Regression
Sample: 2003- 2007
Total Observations: 100

جدول (5-8)
Model (1)

Variable	Coeffecient	Std.Error	t-Statistic	Prob
(Constant)	0.260521	0.21853	1.192151	0.236
IND	-0.3849	0.207852	-1.8518	0.067
FOR	-0.22955	0.201994	-1.13642	0.259
CORP	-0.35038	0.188287	-1.8609	0.066
GOV	-0.49424	0.226473	-2.18233	0.032*
INST	-0.23186	0.188804	-1.22804	0.223
LOG (FMZ) Total Assets	0.020673	0.01943	1.063994	0.290
LEV	0.047199	0.062309	0.757502	0.451
AGC	-0.01859	0.016501	-1.12675	0.263
CEOCHAIR	-0.003	0.022249	-0.13484	0.893
BDS	0.003085	0.006013	0.513156	0.609

R	0.487	F	2.762
R-squared	0.237	Prob(F-statistic)	.005
Adjusted R-squared	0.151	Durbin-Watson stat	2.019

*Prob = .05

معادلة الأنحدار الخطي المتعدد :

ROE = 0.260521 -0.3849 (IND) -0.22955 (FOR) -0.35038 (CORP) -0.49424 (GOV) -0.23186 (INST) + 0.020673 (FMZ) + 0.047199 (LEV) -0.01859 (AGC) -0.003(CEOCHAIR)+ 0.003085 (BDS)

يشير الجدول اعلاه ، الى وجود علاقه عكسيه ذات دلاله الحكومه (GOV) ، [illegible] الملكيه وهي مساهمة الأفراد (IND) ، حصة مساهمة الشركات (CORP) ، حصة مساهمة الأجانب (FOR) و حصة مساهمة المؤسسات (INST) ، مع بقاء اشاراتها سالبه ايضا مع مؤشر الأداء العائد على حقوق الملكيه (ROE) . كذلك لم تؤثر باقي متغيرات الدراسه على مؤشر الأداء (ROE) ، ولكن بوجود علاقات ايجابيه لحجم الشركه (FMZ) و حجم المجلس (BDS) و الرفع المالي (LEV) ، وعلاقات عكسيه لتركز الملكية (AGC) والجمع بين منصبي المدير التنفيذي ورئيس مجلس الأداره (CEOCHAIR) .

Dependent Variable: ROE
Method: Multiple Regression
Sample: 2003- 2007
Total Observations: 100

جدول(5-9)
Model (2)

Variable	Coeffecient	Std.Error	t-Statistic	Prob
(Constant)	0.136242	0.227973	0.597623	0.552
IND	-0.27146	0.210754	-1.28802	0.201
FOR	-0.12125	0.203347	-0.5963	0.552
CORP	-0.27165	0.19008	-1.42912	0.156
GOV	-0.38192	0.221478	-1.7244	0.088
INST	-0.16145	0.185149	-0.872	0.386
LOG (FMZ) Total sales	0.027201	0.014274	1.90564	0.060
LEV	0.047553	0.057368	0.82891	0.409
AGC	-0.03543	0.017846	-1.98527	0.050*
CEOCHAIR	-0.00475	0.02197	-0.21608	0.829
BDS	0.003202	0.005021	0.637705	0.525

R	0.507	F	3.086
R-squared	0.257	Prob(F-statistic)	.002
Adjusted R-squared	0.174	Durbin-Watson stat	1.985

*Prob = .05

معادلة الأنحدار الخطي المتعدد :

ROE = 0.136242 -0.27146 (IND) -0.12125 (FOR) -0.27165 (CORP) -0.38192 (GOV) -0.16145 (INST) + 0.027201 (FMZ) +0.047553 (LEV) -0.03543 (AGC) -0.00475(CEOCHAIR)+ 0.003202 (BDS)

يتبين من خلال الجدول اعلاه ، عدم وجود تأثيرات ذات دلاله والمكونه من حصة مساهمة الحكومه (GOV) ، حصة مساهمة

الشركات (CORP) ، حصة مساهمة الأجانب (FOR) و حصة مساهمة ان جميعها ترتبط بعلاقات عكسيه مع مؤشر الأداء العائد ايضا وجود علاقه عكسيه غير مؤثره للجمع بين منصبي (CEOCHAIR) ، اما حجم المجلس (BDS) و الرفع المالي (LEV) و فترتبط بعلاقات ايجابيه غير مؤثره مع مؤشر الأداء تكلفة الوكاله (AGC) حيث ترتبط بعلاقه عكسيه مؤثره مع

٣- نتائج تحليل الأنحدار الخطي المتعدد للمتغير التابع عائد السهم العادي (EPS)

Dependent Variable: EPS
Method: Multiple Regression
Sample: 2003- 2007
Total Observations: 100

جدول (5-10)
Model (1)

Variable	Coeffecient	Std.Error	t-Statistic	Prob
(Constant)	0.09748	0.420844	0.23162	0.817
IND	-0.94625	0.400281	-2.36396	0.020*
FOR	0.86321	0.388999	2.21906	0.029*
CORP	-0.63874	0.362601	-1.76155	0.082
GOV	-1.40248	0.436139	-3.21566	0.002*
INST	-0.38233	0.363598	-1.05152	0.296
LOG(FMZ) Total assets	0.161494	0.037418	4.315975	0.000*
LEV	-0.02838	0.119994	-0.23647	0.814
AGC	-0.03251	0.031777	-1.02317	0.309
CEOCHAIR	0.003883	0.042848	0.090624	0.928
BDS	-0.01015	0.011579	-0.87626	0.383

R	0.٦١٠	F	5.273
R-squared	0.٣٧٢	Prob(F-statistic)	0.000
Adjusted R-squared	0.٣٠١	Durbin-Watson stat	1.689

*Prob = .05

معادلة الأنحدار الخطي المتعدد :

EPS = 0.09748 -0.94625 (IND) +0.86321 (FOR) -0.63874 (CORP) -1.40248 (GOV) -0.38233 (INST) +0.161494 (FMZ) -0.02838 (LEV) -0.03251 (AGC) 0.003883 (CEOCHAIR) -0.01015 (BDS)

تشير نتائج الأنحدار الخطي المتعدد في الجدول اعلاه ، احصائيه لمتغيرات بنية الملكيه المتمثله في حصة مساهمة الأفراد (IND) ، وعلاقه ايجابيه مؤثره لحصة مساهمة الأجانب المؤسسات (INST) ، وحصة مساهمة الشركات (CORP) مع مؤشر

(EPS) . كما اظهرت النتائج ايضا وجود علاقه ايجابيه ذات ، وعلاقات سلبيه غير مؤثره لكل من الرفع المالي (LEV) و الوكاله (AGC) و الجمع بين منصبي المدير التنفيذي زالت غير مؤثره

Variable: EPS
Method: Multiple Regression
Sample: 2003- 2007
Total Observations: 100

جدول (5-11)
Model (2)

Variable	Coeffecient	Std.Error	t-Statistic	Prob
(Constant)	0.23905	0.453055	0.52763	0.599
IND	-0.42873	0.418835	-1.02363	0.309
FOR	-0.34498	0.404114	-0.85367	0.396
CORP	-0.31595	0.37775	-0.83641	0.405
GOV	-0.76844	0.440147	-1.74588	0.084
INST	0.018667	0.367949	0.050731	0.960
LOG(FMZ) Total sales	0.109385	0.028367	3.856087	0.000*
LEV	0.081814	0.114009	0.717609	0.475
AGC	-0.10897	0.035466	-3.07241	0.003*
CEOCHAIR	-0.00253	0.04366	-0.05793	0.954
BDS	0.45309	0.009977	1.22414	0.002*

R	0.591	F	2.914
R-squared	0.349	Prob(F-statistic)	0.000
Adjusted R-squared	0.276	Durbin-Watson stat	1.691

*Prob = .05

معادلة الأنحدار الخطي المتعدد :

EPS = 0.23905 -0.42873 (IND) -0.34498 (FOR) -0.31595 (CORP) -0.76844 (GOV)+ 0.018667 (INST) +0.109385 (FMZ)+ 0.081814 (LEV) -0.10897 (AGC) -0.00253 (CEOCHAIR)+ 0.45309 (BDS)

تشير النتائج في الجدول اعلاه الى تغير في تأثيرات (EPS) ، فقد اظهرت النتائج تلاشي تأثيرات كافة متغيرات الحكومه (GOV) ، حصة مساهمة الأفراد (IND) ، حصة مساهمة مساهمة المؤسسات (INST) ، وحصة مساهمة الشركات (CORP) مع

كذلك بقي تأثير حجم الشركه (FMZ) قائما كما في النموذج الوكاله (AGC) وعلاقه ايجابيه ذات دلاله احصائيه لحجم السهم العادي (EPS) ، مع بقاء المتغيرات الأخرى والمكونه منصبي المدير التنفيذي ورئيس مجلس الأداره (CEOCHAIR) . (EPS)

٤- نتائج تحليل الأنحدار الخطي المتعدد للمتغير التابع (Tobin'sQ)

لدراسة تأثير المتغيرات المستقله على مؤشر الأداء Tobin's Q قامت هذه الدراسه بقياس هذا التأثير من خلال اعتماد ثلاثة مقاييس مختلفه لهذا المتغير ، لأختبار اثر نموذجي مزيج المتغيرات المستقله وهي على النحو التالي :

1. Market capitalization divided by total assets (TOB'QN)
2. Market capitalization divided by total assets adjusted for inflation rates in Jordan During The years of this study (TOB'QI)
3. Market capitalization + total liabilities divided by total assets (TOB'Q'T)

Dependent Variable: TOB'QN (Market Cap. / Total Assets)
Method: Multiple Regression
Sample: 2003- 2007
Total Observations: 100

جدول(5-12)
Model (1)

Variable	Coeffecient	Std.Error	t-Statistic	Prob
(Constant)	0.539308	1.488082	0.362418	0.718
IND	-3.25142	1.415373	-2.29722	0.024*
FOR	-1.62466	1.37548	-1.18116	0.241
CORP	-2.15383	1.28214	-1.67987	0.096
GOV	-4.36049	1.542167	-2.82751	0.006*
INST	-3.705	1.285665	-2.88178	0.005*
LOG(FMZ) Total Assets	0.615902	0.132307	4.655102	0.000*
LEV	-2.32379	0.424293	-5.47686	0.000*
AGC	0.113784	0.112361	1.012667	0.314
CEOCHAIR	0.004946	0.151508	0.032643	0.974
BDS	-0.06377	0.040943	-1.55749	0.123

R	0.٧١١	F	9.091
R-squared	0.٥٠٥	Prob(F-statistic)	0.000
Adjusted R-squared	0.4٥٠	Durbin-Watson stat	1.878

*Prob = .05

معادلة الأنحدار الخطي المتعدد :

TOB'QN = 0.539308 -3.25142 (IND) -1.62466 (FOR) -2.15383 (CORP) -4.36049 (GOV) -3.705 (INST)+ 0.615902 (FMZ) -2.32379 (LEV) + 0.113784 (AGC)+ 0.004946 (CEOCHAIR) -0.06377 (BDS)

تشير النتائج الظاهره في الجدول اعلاه ، الى وجود تأثير لمتغيرات بنية الملكيه المتمثله في حصة مساهمة الحكومه ، حصة مساهمة المؤسسات (INST) ، بينما لم يكن هناك أي تأثير (CORP) وحصة مساهمة الأجانب (FOR) مع مؤشر الأداء (TOB'QN) الا زالت عكسيه . كذلك فقد اشارت النتائج الى وجود علاقه (FMZ) ، وعلاقه عكسيه ذات دلاله احصائيه للرفع المالي كما كانت نتائج المتغيرات الأخرى وهي تكلفة الوكاله (AGC ورئيس مجلس الأداره (CEOCHAIR) وحجم المجلس (BDS) بلا . (TOB'QN

Dependent Variable: TOB'QN (Market Cap. / Total Assets)
Method: Multiple Regression
Sample: 2003- 2007
Total Observations: 100

جدول(5-13)
Model (2)

Variable	Coeffecient	Std.Error	t-Statistic	Prob
(Constant)	0.579633	1.654861	0.350261	0.727
IND	-1.5357	1.529869	-1.00381	0.318
FOR	0.122455	1.476099	0.082959	0.934
CORP	-1.12731	1.379797	-0.81701	0.416
GOV	-2.11273	1.607712	-1.31412	0.192
INST	-2.27997	1.344	-1.6964	0.093
LOG(FMZ) Total sales	0.345031	0.103615	3.32993	0.001*
LEV	-1.82839	0.416438	-4.39055	0.000*
AGC	-0.13926	0.129547	-1.07496	0.285
CEOCHAIR	-0.01445	0.159477	-0.09058	0.928
BDS	0.00747	0.036444	0.204966	0.838

R	0.673	F	7.371
R-squared	0.453	Prob(F-statistic)	0.000
Adjusted R-squared	0.392	Durbin-Watson stat	1.8٥٧

*Prob = .05

معادلة الأنحدار الخطي المتعدد :

TOB'QN = 0.579633 -1.5357 (IND)+ 0.122455 (FOR) -1.12731 (CORP) -2.11273 (GOV) - 2.27997 (INST) +0.345031 (FMZ) -1.82839 (LEV) -0.1392 (AGC) -0.01445 (CEOCHAIR)+ 0.00747 (BDS)

يلاحظ من خلال النتائج الظاهره في الجدول اعلاه وحسب النموذج الثاني ، تلاشي تأثير متغيرات بنية الملكيه التي اثرت في النموذج الأول ، مع بقاء تلك النتائج عكسيه ، مع بقاء متغيرات بنية الملكيه الأخرى وهي حصة مساهمة الشركات (CORP) وحصة مساهمة الأجانب (FOR) ، دون تأثير على مؤشر الأداء (TOB'QN) . كما لوحظ بقاء تأثير حجم الشركه (FMZ) ، والرفع المالي (LEV) قائما على مؤشر الأداء (TOB'QN) ، كذلك لا زالت تكلفة الوكاله (AGC) و الجمع بين منصبي المدير التنفيذي ورئيس مجلس الأداره (CEOCHAIR) وحجم مجلس الأداره (BDS) بلا تأثير على مؤشر الأداء (TOB'QN) .

Dependent Variable: (TOBQN) Market Cap. / Total Assets adjusted for inflation rates
Method: Multiple Regression
Sample: 2003- 2007
Total Observations: 100

جدول(5-14)
Model (1)

Variable	Coeffecient	Std.Error	t-Statistic	Prob

(Constant)	2.99821	2.55621	1.17291	0.244
IND	-2.74371	2.431311	-1.12849	0.262
FOR	0.687228	2.362784	0.290855	0.772
CORP	-2.17405	2.202446	-0.98711	0.326
GOV	-1.99396	2.649116	-0.75269	0.454
INST	-5.82812	2.2085	-2.63895	0.010*
LOG(FMZ) Total assets	0.765991	0.227275	3.370325	0.001*
LEV	-1.13931	0.728845	-1.56317	0.122
AGC	-0.49988	0.193012	-2.58992	0.011*
CEOCHAIR	0.234412	0.260258	0.900689	0.370
BDS	0.173929	0.070332	2.472964	0.015*

R	0.٧78	F	13.658
R-squared	0.٦٠5	Prob(F-statistic)	.00٠
Adjusted R-squared	0.561	Durbin-Watson stat	1.905

*Prob = .05

يمكن التعبير عن معادلة الأنحدار الخطي المتعدد بالشكل التالي :

TOB'QI = 2.99821 -2.74371 (IND)+ 0.687228 (FOR) -2.17405 (CORP) -1.99396 (GOV) - 5.82812 (INST)+ 0.765991 (FMZ) -1.13931 (LEV) -0.49988 (AGC)+ 0.234412 (CEOCHAIR)+ 0.173929 (BDS)

اظهرت نتائج الأنحدار الخطي المتعدد عدم وجود أي المتمثله في متغيرات حصة مساهمة الحكومه (GOV) ، حصة مساهمة الشركات (CORP) وحصة مساهمة الأجانب (FOR) ، (INST) حيث اشارت النتائج الى وجود علاقه عكسيه ذات (TOB'QI . وقد اظهرت النتائج ايضا وجود علاقات ايجابيه) و حجم المجلس (BDS) مع مؤشر الأداء (TOB'QI) ، **اما** تكلفة تأثير عكسي وذو دلاله احصائيه ، بينما بقي كل من متغيرا مجلس الأداره (CEOCHAIR) و الرفع المالي (LEV) بلا تأثير .

Dependent Variable: TOB'QI (Market Cap. / Total Assets adjusted for inflation rates)
Method: Multiple Regression
Sample: 2003- 2007
Total Observations: 100

جدول(5-15)
Model (2)

Variable	Coeffecient	Std.Error	t-Statistic	Prob
(Constant)	3.52316	2.74277	1.28453	0.202

IND	-0.3542	2.535608	-0.13969	0.889
FOR	3.087389	2.446488	1.261967	0.210
CORP	-0.69467	2.286878	-0.30376	0.762
GOV	0.970353	2.664625	0.364161	0.717
INST	-3.95245	2.227547	-1.77435	0.041*
LOG(FMZ) Total sales	0.500615	0.171732	2.915093	0.004*
LEV	-0.59768	0.690204	-0.86594	0.389
AGC	-0.85279	0.214711	-3.97179	0.000*
CEOCHAIR	-0.205277	0.264318	0.776626	0.005*
BDS	0.252114	0.060403	4.173871	0.000*

R	0.7٧١	F.	١٣.٠١٥
R-squared	0.5٩٤	Prob(F-statistic)	.00٠
Adjusted R-squared	0.5٤8	Durbin-Watson stat	2.025

*Prob=.05

معادلة الأنحدار الخطي المتعدد :

TOB'QI = 3.52316 -0.3542 (IND)+ 3.087389 (FOR) -0.69467 (CORP)+ 0.970353 (GOV) - 3.95245 (INST)+ 0.500615 (FMZ) -0.59768 (LEV) -0.85279 (AGC)+ 0.205277 (CEOCHAIR)+ 0.252114 (BDS)

اشارت النتائج في الجدول اعلاه الى عدم وجود أي تأثير
المتمثله في متغيرات حصة مساهمة الحكومه (GOV) ، حصة
مساهمة الشركات (CORP) وحصة مساهمة الأجانب (FOR) ،
(INST) حيث اوضحت النتائج وجود علاقه عكسيه ذات دلاله
TOB'QI). كما اظهرت النتائج ايضا وجود علاقه ايجابيه ذات
) و علاقه سلبيه للجمع بين منصبي المدير التنفيذي ورئيس
مؤشر الأداء (TOB'QI) ، اما تكلفة الوكاله (AGC) فقد كان
كذلك عدم وجود تأثير لمتغير الرفع المالي (LEV) و حجم
.(TOB'QI

Dependent Variable: TOB'QT (Market Cap. + Total Liabilities / Total Assets)
Method: Multiple Regression
Sample: 2003- 2007
Total Observations: 100

جدول(5-16)

Model (1)

Variable	Coeffecient	Std.Error	t-Statistic	Prob
(Constant)	0.573002	1.55264	0.36905	0.713

IND	-3.4104	1.476776	-2.30935	0.023*
FOR	-1.68887	1.435153	-1.17679	0.242
CORP	-2.25734	1.337764	-1.6874	0.095
GOV	-4.56546	1.609071	-2.83732	0.006*
INST	-3.81541	1.341441	-2.84426	0.006*
LOG(FMZ) Total assets	0.644022	0.138047	4.665241	0.000*
LEV	-1.38671	0.4427	-3.13239	0.002*
AGC	0.119722	0.117235	1.021215	0.310
CEOCHAIR	-0.00315	0.158081	-0.01994	0.984
BDS	-0.06764	0.04272	-1.58323	0.117

R	0.6٦٩	F.	٧.١٩٦
R-squared	0.4٤٧	Prob(F-statistic)	.00٠
Adjusted R-squared	٠.3٨٥	Durbin-Watson stat	1.894

*Prob = .05

معادلة الأنحدار الخطي المتعدد :

TOB'QT = 0.573002 -3.4104 (IND) -1.68887 (FOR) -2.25734 (CORP) -4.56546 (GOV) -3.81541 (INST)+ 0.644022 (FMZ) -1.38671 (LEV) + 0.119722 (AGC) -0.00315 (CEOCHAIR) -0.06764 (BDS)

يلاحظ من خلال الجدول اعلاه وجود علاقات عكسيه ذات دلاله احصائيه لمتغيرات بنية الملكيه ، حصة مساهمة الحكومه (GOV) ، حصة مساهمة الأفراد(IND) ، وحصة مساهمة المؤسسات (INST) ، وعدم وجود تأثير لمتغيرات بنية الملكيه الأخرى المتمثله في حصة مساهمة الأجانب (FOR) وحصة مساهمة الشركات (CORP) مع مؤشر الأداء (TOB'QT) . كذلك اظهرت النتائج وجود علاقه ايجابيه ذات دلاله احصائيه لحجم الشركه (FMZ) ، وعلاقه عكسيه ذات دلاله احصائيه للرفع المالي (LEV) مع مؤشر الأداء (TOB'QT) ، اضافة الى عدم وجود تأثير لتكلفة الوكاله (AGC) والجمع بين منصبي المدير التنفيذي ورئيس مجلس الأداره (CEOCHAIR) وحجم المجلس (BDS) على مؤشر الأداء (TOB'QT) .

Dependent Variable: TOB'QT (Market Cap. + Total Liabilities / Total Assets)
Method: Multiple Regression
Sample: 2003- 2007
Total Observations: 100

جدول(5-17)
Model (2)

Variable	Coeffecient	Std.Error	t-Statistic	Prob
(Constant)	0.611564	1.726746	0.354171	0.724
IND	-1.61474	1.596325	-1.01154	0.315

FOR	0.139439	1.540218	0.090532	0.928
CORP	-1.18268	1.439734	-0.82146	0.414
GOV	-2.21402	1.677549	-1.3198	0.190
INST	-2.32466	1.402381	-1.65766	0.101
LOG(FMZ)Total sales	0.361232	0.108116	3.341151	0.001*
LEV	-0.86916	0.434527	-2.00024	0.049*
AGC	-0.14511	0.135174	-1.07352	0.286
CEOCHAIR	-0.02346	0.166405	-0.14099	0.888
BDS	0.006791	0.038027	0.178579	0.859

R	0.٦٢٣	F.	٥.٦٥٦
R-squared	0.3٨٩	Prob(F-statistic)	.00٠
Adjusted R-squared	0.320	Durbin-Watson stat	1.869
	Prob = .05		

معادلة الأنحدار الخطي المتعدد :

TOB'QT= 0.611564 -1.61474 (IND)+ 0.139439 (FOR) - 1.18268 (CORP) (GOV) -2.32466 (INST) + 0.361232 (FMZ) -0.86916 (LEV) -0.14511 (AGC) -0.02346 (CEOCHAIR)+ 0.006791 (BDS)

يبين الجدول اعلاه عدم وجود تأثير لبنية الملكيه ممثله مساهمة الأفراد(IND) ، حصة مساهمة المؤسسات (INST) ، وحصة وحصة مساهمة الشركات (CORP) على مؤشر الأداء (TOB'QT) . تأثير هام وايجابي لحجم الشركه (FMZ) ، وتأثير عكسي TOB'QT) ، اما تكلفة الوكاله (AGC) والجمع بين منصبي CEOCHAIR)) وحجم المجلس (BDS) لم يكن لها أي تأثير على .(TOB'QT

<u>ملخص نتائج اختبار الفرضيات</u>

تبين الجداول (5-18 و 5-19) ملخصا لنتائج اختبار فرضيات الدراسه بأسلوب الأنحدار الخطي المتعدد وعلى النحو التالي :

جدول(5-18)

<u>Model (1)</u>

Variables	ROA	ROE	EPS	TOB'QN	TOB'QI	TOB'QT
IND	-0.033*	-0.236	-0.020*	-0.024*	-0.262	-0.023*

FOR	-0.143	-0.067	+.029*	-0.241	+0.772	-0.242
CORP	-0.027*	-0.259	-0.082	-0.096	-0.326	-0.095
GOV	-0.029*	-0.066	-0.002*	-0.006*	-0.454	-0.006*
INST	-0.234	-0.032*	-0.296	-0.005*	-0.010*	-0.006*
LOG(FMZ)Total assets	+0.549	+0.223	+0.000*	+0.000*	+0.001*	+0.000*
LEV	-0.064	+0.290	-0.814	-0.000*	-0.122	-0.002*
AGC	-0.821	-0.451	-0.309	+0.314	-0.011*	+0.310
CEOCHAIR	-0.798	-0.263	+0.928	+0.974	+0.370	-0.984
BDS	+0.606	+0.893	-0.383	-0.123	+0.015*	-0.117

*SIG) , Prob.= .05

جدول(5-19)

Model (2)

Variables	ROA	ROE	EPS	TOB'QN	TOB'QI	TOB'QT
IND	-0.091	-0.201	-0.309	-0.318	-0.889	-0.315
FOR	-0.293	-0.552	-0.396	+0.934	+0.210	+0.928
CORP	-0.062	-0.156	-0.405	-0.416	-0.762	-0.414
GOV	-0.061	-0.088	-0.084	-0.192	+0.717	-0.190
INST	-0.345	-0.386	+0.960	-0.093	-0.041*	-0.101
LOG(FMZ)Total sales	+0.123	+0.060	+0.000*	+0.001*	+0.004*	+0.001*
LEV	-0.034*	+0.409	+0.475	-0.000*	-0.389	-0.049*
AGC	-0.346	-0.050*	-0.003*	-0.285	-0.000*	-0.286
CEOCHAIR	-0.745	-0.829	-0.954	-0.928	-0.005*	-0.888
BDS	+0.666	+0.525	+0.002*	+0.838	+0.000*	+0.859

*SIG) , Prob.= .05

5.5 اختبار الفروق بين متوسطي حجم الشركه (FMZ)

تم إجراء هذا الاختبار Independent Sample T-Test بهدف معرفة ما إذا كان لحجم الشركة اثر على الأداء.

5.5.1 حجم الشركة مُقاس على أساس إجمالي الأصول FMZ (Total Assets)

Group Statistics(FMZ)

جدول(5-20)

FMZ	Mean	STD.Deviation	STD. Error Mean
Large Firms	8.14	0.63	0.09
Small Firms	6.78	0.41	0.05

N (Large Firma) = 50 , N(Small Firms) = 50

Independent Sample T-Test(FMZ)
جدول(5-21)

	F	SIG	t	SIG (2-Tailed)	Mean Difference	Std.Error Difference
Equal variances assumed	4.223	0.043	12.587	0.000	1.36	1.08
Equal variances not assumed			12.587	0.000	1.36	1.08

***Prob = .05**

يلاحظ من خلال الجدول السابق ان قيمة (t) 12.587 و (SIG) 0.000 وهي اقل من (.05) فاننا نقبل الفرضيه التي تنص على ان متوسطي المجتمعين غير متساويين وبالتالي بوجود فروق ذات دلاله احصائيه لتأثير الحجم على اداء الشركات الصناعيه الاردنيه.

5.5.2 حجم الشركه مقياس على اساس اجمالي المبيعات FMZ (Total Sales)

Group Statistics(FMZ)
جدول(5-22)

FMZ	Mean	STD.Deviation	STD. Error Mean
Large Firms	7.780	0.648074	0.091651
Small Firms	6.280	0.858094	0.121352

N (Large Firms) = 50 , N(Small Firms) = 50

Independent Sample T-Test (FMZ)
جدول(5-23)

	F	SIG	t	SIG) (2-Tailed)	Mean Difference	Std.Error Difference
Equal variances assumed	8.027	0.006	9.864	0.000	1.500	0.152074
Equal variances not assumed			9.864	0.000	1.500	0.152074

***Prob = .05**

يلاحظ من خلال الجدول السابق ان قيمة (t) 9.864 و (SIG) 0.000 وهي اقل من (.05) فاننا نقبل الفرضيه التي تنص على ان متوسطي المجتمعين غير متساويين وبالتالي بوجود فروق ذات دلاله احصائيه لتأثير الحجم على اداء

5.6 اختبار الفروق بين متوسطي حجم مجلس الادارة Independent Sample T-Test (BDS)

Group Statistics (BDS)
جدول(5-24)

FMZ	Mean	STD.Deviation	STD. Error Mean
Large Firms	10.42857	1.777200	0.237488

Small Firms	6.34883	1.445579	0.220448
N1 (8-13) = 56 , N2(3-7) = 43			

Independent Sample T-Test(BDS)
جدول(5-25)

	F	SIG	t	(SIG) (2-Tailed)	Mean Difference	Std.Error Difference
Equal variances assumed	7.63 .	0.000	12.255	0.000	4.07973	0 .332907
Equal variances not assumed			12.590	0.000	4.07973	0 .324034
***Prob = .05**						

يلاحظ من خلال الجدول السابق ان قيمة (t) =12.255 و (SIG) = 0.000 وهي اقل من (.05) فاذنا نقبل الفرضيه التي تنص على ان متوسطي المجتمعين غير متساويين وبالتالي بوجود فروق ذات دلاله احصائيه لتأثير الحجم على الأداء المالي

5.7 نتائج اختبار الفرضيات بطريقة تحليل التغاير الأحادي Univariate Statistics

لقد تم استخدام تحليل التغاير الأحادي في هذه الدراسه لتعزيز نتائج الدراسه التي تم التوصل اليها من خلال استخدام اسلوب تحليل الأنحدار الخطي المتعدد وقد كانت النتائج متطابقه .

5.8 مناقشة النتائج

لقد قامت هذه الدراسة باختبار أثر حوكمة الشركات الداخلية وهي بنية الملكية، سمات مجلس الإدارة، إضافة إلى اختبار أثر الرفع المالي، تكلفة الوكالة وحجم الشركة على أداء الشركات الصناعية الأردنية، المقاس من خلال مؤشرات الأداء المعتمده على القياس المحاسبي وهي العائد على الأصول (ROA) والعائد على حقوق الملكية (ROE)، ومؤشرات الأداء المعتمده على القياس السوقي وهي عائد السهم العادي (EPS) و (Tobin’s Q) .

لقد أشارت نتائج الدراسة إلى ما يلي:

١- بنية الملكية

- وجود أثر عكسي مهم ومؤثر لحصة مساهمة الأفراد على مؤشر المحاسبي (ROA) ومؤشري الأداء المعتمدين على اداء (EPS)، وقد يعزى سبب هذه النتيجه إلى عدم قدرة هؤلاء على توزع حصص مساهمتهم هذا من ناحية، ومن ناحية أخرى رغبتهم وعدم الرغبة بالاحتفاظ بأسهم الشركات المستثمر بها قد شكلت (48.25%) من خلال التحليل الوصفي لبيانات الشركات المساهمة الأردنية الصناعية. وقد خالفت هذه 2009) و(Zeitun and Tian , 2007)، حيث وجدا تأثير إيجابي لحصة مؤشر الأداء (ROA) و(Tobin's Q)، ويمكن أن يعزى سبب اختلاف وطبيعة العينة ، مدة الدراسة ، الأساليب الإحصائية النتائج . كذلك توافقت نتيجة الدراسة مع ما توصل إليه (Shahid, 2005 .

- تأثير عكسي لملكية الحكومة (GOV) على (ROA) و(EPS) و(Tobin's Q) ، وقد تعزى هذه النتيجة إلى عدة أسباب وهي:

- التدخل السياسي في القرار الاقتصادي للشركات المستثمر بها وذلك للحفاظ على السيادة الاقتصادية خصوصا بعد انتهاج المملكة لسياسة التخاصية في عام ١٩٩٦.
- اضطلاع الحكومة بالمسؤولية الاجتماعية تجاه المجتمع، وبالتالي قد لا تكون معنية بحافز الربح.

وقد توافقت الدراسة مع ما توصل اليه (Zeitun , 2009) و(Trangadisaikul, 2007) و(Imam and Malik , 2007) و (Ramsay and Yeung , 2005) .

- علاقة إيجابية وذات دلالة إحصائية للملكية الأجنبية العادي (EPS)، وعدم تأثيرها على باقي مؤشرات الأداء، للدراسة، ويمكن ان يعزى سبب هذه النتيجة إلى أن الملكية العمليات الإنتاجية في الشركات التي استثمرت فيها حيث بها ، علماً بأن عينة الدراسة قد تضمنت الشركات والأسمنت، وهذه الشركات بها نسبة مساهمه أجنبية مرتفعه، الدراسات التي قام بها (Zeitun , 2009) و (Zeitun and Tian, 2007) ،

وجود تأثير للمساهمه الأجنبيه على مؤشرات الأداء، الا ان توصل اليها كل من (Prasanna , 2008) و (Vong and lin , 2008) .

- علاقة عكسية مؤثرة لحصة مساهمة الشركات (CORP)، مع مؤشر الأداء (ROA) فقط وعدم تأثيره على باقي مؤشرات الأداء في هذه الدراسة، وقد يعود ذلك للسببين التاليين :-

أ - من الممكن أن الشركات المستثمرة والمستثمر بها تعاني من مشاكل تشغيلية داخلية وبالتالي عدم القدرة على نقل أي خبرات عمليه مكتسبه بينها.

ب - عدم القدرة على اتخاذ قرارات حاسمه ومؤثرة تخص أعمال الشركات المستثمر بها، وخصوصا إذا كانت الشركات المستثمرة أعضاء في مجلس الإدارة، حيث إن وجهات النظر المختلفة وعدم اتساق أهداف الشركات المستثمرة والمستثمر بها يمكن أن تؤدي إلى تدمير قيمة الشركة. وقد تطابقت هذه النتيجه مع النتيجه التي توصل لها (Kumar , 2003).

- علاقة عكسية مؤثرة لحصة مساهمة المؤسسات (INST) مع (ROE) . من المفترض ان تؤدي مساهمة المؤسسات الى فرض أجل العمل لصالح المساهمين هذا من الناحية النظرية، إلا من خلال التحليل الوصفي لبيانات الدراسة حيث بلغت بمساهمة الأفراد والشركات والمساهمه الأجنبيه، ويبدو أن من خلال احتفاظها بنسبة ضئيلة من هذه المساهمة ورغبتها في التقصير، وقد يكمن السبب في ذلك إلى أن بعض الشركات نتيجة هذه الدراسة مع نتائج دراسة (Zeitun , 2009) و(Zeitun Farooque et al , 2007).

٢ - <u>حجم المجلس</u>

وجدت الدراسة علاقة ايجابيه مؤثرة ومهمة جداً لحجم و(EPS)، وهذا يؤيد النتيجة التي توصلت إليها الدراسة من حيث توصلت الدراسة إلى أنه إذا زاد حجم المجلس عن على الأداء، وقد تطابقت نتيجة هذه الدراسة مع ما توصل و(Belkhir,2009) و(Kyereboah-Coleman and Biekpe, 2008) و(Dunn and 2009)،

٣ – الجمع بين منصبي المدير التنفيذي ورئيس مجلس الإدارة

توصلت الدراسة إلى علاقة سلبية مؤثرة بين الجمع بين (CEOCHAIR) ومؤشر الأداء (Tobin's Q)، وقد خالفت هذه Jaafar and El-Shawa,2009)، وقد يعزى أسباب الاختلاف إلى ما تم رقم (4) ، كما تطابقت الدراسة مع ما توصل إليه (Kajola , 2008 (and Biekpe , 2008)، (Lyengar and Zamplelli,2009)و(Haat et al 2008) .

٤ – الرفع المالي

وجدت الدراسة علاقة عكسية مهمة ومؤثره للرفع المالي (Tobin's Q)، وهذا يؤيد الجانب النظري في هذه الدراسة، حيث حدين، ويبدو من النتيجة أن ارتفاعه إلى حد ما قد أثر (Zeitun , 2009 و(Hovey , 2006) و(Douma , George and Kabir , 2003) ، (Abu Rzak , Ahmad and Aliahamed , 2008 بينما جاءت دراسة (Jaafar Shawa,2009) مخالفه لنتائج هذه الدراسه والدراسات الأخرى، مؤثرة على الأداء ممثلا بالقياس المعتمد على الأداء السوق (Tobin'sQ)، وفي رأي الباحث قد تكمن اسباب الأختلاف الدراسة OLS Regression و2SLS بينما استخدمت هذه الدراسة من ناحية، ومن ناحية أخرى، اختلاف مستوى الأهمية المعنوية و5% و١٠%، إضافة إلى اختلاف طبيعة وحجم العينة الشركات نفسها.

٥ – حجم الشركة

اشارت نتيجة التحليل الإحصائي، الى وجود علاقة إيجابية (Tobin's Q) و(EPS)، وهذا يؤيد الجانب النظري في هذه الدراسة، (Independent T-test) ، حيث اظهرت نتيجة الاختبار إلى وجود الحجم على الأداء. وقد توافقت هذه النتيجة مع نتائج (Shawa,2009 و(Zeitun , 2009)، و(Hovey, 2006) و Ramasamy, Ong and (Yeung,2005) و(Rashid, 2008) .

٦- تكلفة الوكالة (AGC)

أظهرت الدراسة علاقة عكسية مؤثرة بين تكلفة الوكالة السوق (Tobin's Q) و (EPS) و مؤشر الأداء المحاسبي (ROE)، بحثت في أثر تكلفة الوكالة على الأداء في البيئة الإطار النظري للدراسة من حيث تأثير تكلفة الوكالة على والمساهمين. حيث تطابقت هذه النتيجة مع ما توصل إليه (Weir , 2008).

5.9 التوصيات

بناء على النتائج التي خلصت إليها هذه الدراسة، من الممكن استخلاص التوصيات التاليه :-

١ – إلزام الشركات المدرجة في بورصة عمان للأوراق المالية بتطبيق دليل قواعد حوكمة الشركات الصادر عن هيئة الأوراق المالية في عام ٢٠٠٨.

٢ – تشكيل لجان متابعه من قبل هيئة الأوراق الماليه للتأكد من التزام الشركات بدليل قواعد حوكمة الشركات.

٣- الفصل بين منصبي المدير التنفيذي ورئيس مجلس الإدارة

٤- زيادة الحد الأدنى لأعضاء مجلس الإدارة في الشركات المدرجة في بورصة عمان للأوراق المالية.

٥- تعديل اساس انتخاب أعضاء مجلس الإدارة وذلك ليتسنى دخول أعضاء من الخارج إلى مجلس الإدارة.

٦- وضع أسس جديده لأنتخاب لجان الرقابة والتدقيق المنبثقة عن مجلس الإدارة.

5.10 محددات الدراسه

١- لقد تضمنت عينة الدراسة ٢٠ شركة صناعية مدرجة في بورصة عمان ولم تتضمن جميع الشركات الصناعية المدرجة في بورصة عمان.

٢ – لم تتضمن بيانات الدراسة البيانات الخاصة بالشركات التي تضمنتها العينة للعام ٢٠٠٨، بسبب عدم إدراجها على موقع البورصة عند القيام بتجهيز هذا البحث، لذلك اقتصرت فترة الدراسة على الفترة الممتدة بين ٢٠٠٣ – ٢٠٠٧,

٣ – لقد تباينت نتائج البحث نتيجة استخدام نموذجين من مزيج المتغيرات المستقلة، كذلك نتيجة استخدام عدة مقاييس لقياس القيمة السوقية للشركة (Tobin's Q) .

المصادر والمراجع

أولاً: المصادر والمراجع باللغة العربية

أ – الكتب

١ – حماد ، طارق ،(٢٠٠٧) , **حوكمة الشركات** ، الطبعه

٢- مطر ، محمد ، (٢٠٠٣) ، **الاتجاهات الحديثة في التحليل المالي والائتماني** ، الطبعه الأولى ، دار وائل للنشر والتوزيع ، عمان

ب – التشريعات

١ – **دليل قواعد حوكمة الشركات (٢٠٠٨)** ، هيئة الأوراق

٢- **قانون الشركات الأردني رقم (٢٢) لسنة ١٩٩٧ وتعديلاته** ،

٣- **هيئة الأوراق المالية لعام ٢٠٠٢** ، المملكه الأردنيه الهاشميه .

ثانيا : المصادر والمراجع باللغه الأنجليزيه

أ – الكتب

1. Allen, F and Gale, D. (2001), **Comparing Financial Systems**, MIT Press, Cambridge.
2. Berle, A. A., and G. C. Means (1932) **The Modern Corporation and Private Property.** New York.
3. Bhagat, S., and. Jefferis, R. (2002) . **The econometrics of corporate governance studies.** The MIT Press, Cambridge, US.
4. Caves, R. 1996**. Multinational Enterprise and Economic Analysis**. Cambridge University press , Cambridge. Uk.
5. Davies, A. (1999). **A Strategic Approach to Corporate Governance**. London: Gower Press.
6. Freeman, R. (1984). **Strategic Management: A Stakeholder Approach**. Boston: Pitman.
7. Friedman, M. (1962). **Capitalism and Freedom**. University of Chicago Press.
8. Hanrahan, P, Ramsay, I and Stapledon, G. (2001) , Commercial Applications of Company Law, 2nd edn, CCH Australia, Sydney.
9. Heinrich, R. (2002) . **Complementarities in Corporate Governance**, Springer, Berlin.

10. Jensen, M.C. 2000. **A Theory of the Firm: Governance, Residual Claims, and Organizational Forms**, Harvard University Press, Cambridge.
11. Kaen, R. (2003). **A blueprint for corporate governance: Strategy accountability, and the preservation of shareholder value**. New York: Amacom.
12. Langton, N., & Robbins, S. P. (2007). **Organizational Behavior : Concepts, Controversies, Applications**. Toronto: Prentice Hall.
13. Monks, A.G., Robert, Minow, Nell, (1995), **Corporate Governance, Blackwell Business**, Massachuset.
14. Tomasic, R., and Bottomley, S.(2003). **Directing the Top 500: Corporate Governance and Accountability in Australian Companies**, Allen and Unwin, Sydney.
15. Tricker, R.I.(1984). '**Corporate Governance Practices, Procedures and Powers in British Companies and Their Board of Directors',** Gower Publishing Company Ltd., England.

ب – الأبحاث و الرسائل الجامعيه

1. Abdelsalam , O ., El-Masry , A ., Elsegini , S. (2008) . **Board composition, ownership structure and dividend policies in an emerging market** . Managerial Finance , Vol. 34, No. 12 , pp 953-964.

2. Abdullah, S. (2004). **Board Composition, CEO Duality and Performance among Malaysian Listed Companies**. Corporate Governance, 4 (4), 47-61.

3. Abdel Shahid , S ,(2003) **Does Ownership Structure Affect Firm Value ? evidence from the Egyptian stock market** , SSRN 378580.

4. Abu Razak . N ., Ahmad, R ., AliaHamed, H . (2008) , **Government ownership and performance : An analysis of listed companies in Malaysia** , Working Paper , available at SSRN , http://ssrn.com/abstract=1252072..

5. Aggarwal , R., Erel,L., Stulz , R ., Williamson , R . (2007) , **Do Us firms have best corporate governance? A cross country examination of of the relationship between corporate governance and shareholder wealth** , finance working paper , No 145 , available at www.ecgi.org/wp.

6. Aguilera, R., and Jackson, G. (2003) . **The cross-national diversity of corporate governance: dimensions and determinants**. Academy of Management Review, Vol. 28 No. 3, pp. 447-65.

7. Alexander, J., Fennell, M., and Halpern ,M.(1993). **Leadership Instability in Hospitals: The Influence of Board-CEO Relations and Organization Growth and Decline**. Administrative Science Quarterly, Vol 38 , PP 74 – 99.

8. Al-Farooque , O., Zijl , T ., Dunstan, K ., Karim, K . (2007) . **Ownership structure and corporate performance : evidence from Bangladesh** , Asia Pacific of accounting and economics , Vol 14 , PP 127-150 .

9. Al-Khouri, R. (2006), **Corporate Governance and Firm Value in Emerging Markets**: The Case of Jordan, Journal of Transnational Management, Vol. 12, No. 1, pp. 25-49.

10. Ang, J.Cole , R. and Lin , W .(2000) , **Agency costs and ownership structure**, Journal of Finance, 55(1) (2000): pp81–106.

11. Aydin, N., Sayim, M ., Yalama , M . (2007). **Foreign ownership and firm performance evidence from Turkey**. International research journal of finance and economics ISSN 1450-2887 , issue 11.

12. Baliga, B., Moyer, R., and Rao, R. (1996), **CEO duality and firm performance: what's the fuss?.** Strategic Management Journal, Vol. 17 No. 1, pp. 41-53.

13. Barnhart, S. and S. Rosenstein, (1998), **Board composition, managerial ownership, and firm performance**: An empirical analysis, The Financial Review 33, 1-16..

14. Bathula, H. (2008) , **Board characterstics and firm performance , evedince from New zeland** , PHD Dissertation. AUT university of New Zeland.

.

15. Beiner, S and Schmid, M . (2005) , '**Agency conflicts, corporate governance, and corporate diversification evidence from Switzerland',** SSRN, available at http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=666264 .

16. Belkhir , M .(2009) **. Board structure, Ownership structure, and Firm performance : Evidence from Banking** . Applied Financial Economics Journal , Volume 19, Issue 19 , pp, 1581 – 1593.

17. Bennedesen , M., Kongested , H., Nielsen,K . (2004) . **Board size effects in closely held corporations , Cam institute of economics** , university of Copenhagen ,working papers , Vol 25 .

18. Bhagat, S and B, Black (2002): "**The non- correlation between board independence and longterm firm performance**", Journal of Corporation Law, Vol 27, pp , 231- 274.

19.Bhagat , S., Bolton,B., Romano , R.(2007) . **The promise and peril of corporate governance indices** , Yale Law & Economics Research Paper No. 367.

20. Bjuggren, p., Eklund, J., Wiberg,D. (2007) , **Institutional owners and firm performance : the impact of ownership categories of investments ,** working paper .

21.Bohren , O ., Odegaard, B . (2004) . **Governance and performance revisited** . Norwegian School of Management BI , Working Paper.

22.Boone, A., Field, L., Karpoff, J., & Raheja, C. (2007**). The determinants of corporate board size and composition: An empirical analysis.** Journal of Financial Economics, 85, pp66–101.

23.Bolton, P., and Scharfstein, D. (1990). **A theory of predation based on agency problems in financial contracting**. American Economic ززReview. 80: 93-106.

24.Bolton. B. (2006). **Corporate governance and firm performance** . PHD Dissertation , university of Colorado .

25.Brickley, J.A., Coles, J.L.,and Jarrell, G. (1997). **Leadership structure: separating the CEO and chairman of the board**. Journal of Corporate Finance, Vol. 3 No. 3, pp. 189-220.

26.Brown, L. D., and M. L. Claylor (2004) , **Corporate Governance and Firm Performance**. Gorgia State University, USA. (Working Paper) .

27.Caroll, A. B. [1989], **Business and Society: Ethics and Stakeholder Management, O.H.**: South Western,Cincinatti.

28.Chen.X , Chun, W , and Zhu.X .(2005) , **Government Controlling and Firm Performance: An Empirical Study on China's Listed Companies** , Chinese Business Review, Volume 4, No.7 , PP, 1506 – 1537..

29. Coles,J., Hasterly.W. (2000) . **Independence of chairman and board composition : firm choices and shareholder value** , journal of management , 26 (2) , PP 195-214.

30. Daily, C., and Dalton, D. (1992) . **The relationship between governance structure and corporate performance in entrepreneurial firms.** Journal of Business Venturing, vol. 7, no. 5, pp. 375-386.

31. Daily, C. and Cannella, A. (2003). **Corporate governance: decades of dialogue and data**. Academy of Management Review. Vol.28. No.3 371-382.

32. Dalton, D. R., Daily, C. M., Ellstrand, A. E. & Johnson, J. L. (1998), **'Meta-analytic Reviews of Board Composition, Leadership Structure, and Financial Performance'**, Strategic Management Journal, vol. 19, no. 3, pp. 269-290.

33. Dalton, D. R., Daily. C. M. Johnson, J. L., & Ellstrand, A. E. (1999). **Number of Directors and Financial Performance**: A Meta-analysis. Academy of Management Journal, 42(6), 674–686.

34. Dalton,D., Dalton,M . (2005) , **Spotlight on corporate governance ,** Business Horizons, , Vol. 49, issue 2, PP 91-95

35. Davis, J. H., Schoorman, F. D., & Donaldson, L. (1997). **Toward a Stewardship Theory of Management.** Academy of Management Review. 22(1) , 20-47 .

36. Demsetz, H. and K. Lehn. (1985). **"The Structure of Corporate Ownership: Causes and Consequences",** Journal of Political Economy, Vol. 93, No. 61,pp. 1155-77.

37. Demsetz, H., Villalonga , B.(2001) . **Ownership structure and corporate performance ,** Journal of corporate finance , Vol 7 , PP 209-233 .

38. Denis, D. (2001). **Twent-five years of corporate governance research**…and counting. Review of Financial Economics (10) 191-212.

39.Denis, D. and McConnell, J.J. (2003). "**International Corporate Governance"**, Journal of Financial and Quantitative Analysis, Vol 38, pp. 1-36.

40.Defond, M., Hann,R., and Hu.X. (2004) . **Does the market value financial expertise on audit committees of boards of directors?** Working Paper, University of Southern California.

41.Dharwadkar, R., George, G., Brandes, P. (2001) . **Privatization in emerging economies: an agency theory perspective**. Academy of Management Review **25**: 650-669.

42.Donaldson , T., & Preston, L. (1995) . **The stakeholder theory of the modern corporation: Concepts**, evidence and implications. Academy of Management Review 20, 65-91.

43.Dorata , N , Petra , T . (2008) , **CEO duality and compensation in the market for corporate control ,** Managerial Finance journal , Vol.34 , Issue 5, PP 342-353.

44.Douma , S ., George, R ., Kabir , R . (2003) , **Foreign and domestic ownership, business groups and firm performance from a large emerging market,** Working Paper , available at SSRN , http://ssrn.com/abstract=685783..

45.Dunn , P ., Sainty, B .(2009) . **The relationship among board of director characteristics, corporate social performance and corporate financial performance .** International Journal of Managerial Finance , Vol. 5 No. 4 , pp. 407-423.

46.Ehikioya , B . (2009) . **Corporate governance structure and firm performance in developing economies: evidence from Nigeria** ., Corporate Governance Journal , Vol. 9, No. 3 , pp 231-243.

47.Eisenberg, T., Sundgren, S. & Wells, M.T. (1998), "' **Larger board size and decreasing firm value in small firms",** Journal of Financial Economics, vol 48, Nol. 1, pp. 35-54

48. Eisenhardt, K. M., & Zbarcki, M. J. (1992). **Strategic Decision Making**. Strategic Management Journal, 13(7), 17-37.

49. Fama, Eugene F., and Jensen, Michael C., 1983, **“Separation of ownership and control”,** Journal of Law and Economics, 26 (June): 301-325.

50. Garrett, B. (1993). **Directing and the Learning Board in Corporate Governance in T. Clarke. (Ed.).** Journal of Executive Development, 6(3), 21–27.

51. Gompers, Paul, Joy Ishii, and Andrew Metrick, (2003), **Corporate governance and equity prices,** Quarterly Journal of Economics, 107-155.

52. Grossman, S., and Hart,O. (1986). **The costs and benefits of ownership: A theory of vertical and lateral integration**. Journal of Political Economy, 94, PP 691-719.

53. Guest , P . (2009) , **The impact of board size on firm performance: evidence from the UK ,** The European Journal of Finance, Volume 15, Issue 4 , PP 385 – 404.

54. Gupta,P., Kennedy,D., Weaver,s.(2009) . **Corporate governance and firm Value: evidence from Canadian Capital Markets ,** corporate ownership and control journal , VOl 6 , No 3.

55. Haat , M . Abdul Rahman , R. , Mahenthiran, S ,(2008) , **Corporate governance, transparency and performance of Malaysian companies** , Managerial Auditing Journal , Vol , 23 , No 8 , PP 744-778.

56. Harjoto , M., JO,N.(2009) , **CEO power and firm performance ,** Asia pacific Journal of financial studies, Vol 38, No1 , PP 35-66 .

57. Hart, O., Shleifer, A., and Vishny, R. (1997).**The Proper Scope of Governance.** Quarterly Journal of Economics issue 112, Vol (4): PP1127-1162

58. Harris, Milton, and Artur Raviv. (1988). **Corporate control contests and capital structure.** Journal of Financial Economics, Issue20, PP55-86.

59. Hendry, K., & Kiel, G. C. (2004). **The Role of the Board in Firm Strategy: Integrating Agency and Organisational Control Perspectives**. Corporate Governance: An International Review, 12(4), 500–520.

60. Henry, P. (2000), **Stock Market Liberalisation, Economic Reform, and Emerging Mark,et Equity Prices**. Journal of Finance 55, 529–64.

61. Hermalin, B. E. and M. S. Weisbach, (2003), **Boards of directors as an endogenously determined institution: A survey of the economic literature,** FRBNY Economic Policy Review, pp. 7-26.

62. Holmstrom, B., and Milgrom, P. (1994) . **The firm as an incentive system.** American Economic Review, vol. 84, no. 4, pp. 972-991.

63. Hovey, M . (2007) **. Corporate Governance in China**: **Ownership Structures and the Performance of Listed Firms** . working paper , available at http://ssrn.com/abstract=904261.

64. Imam .M , and Malik. M . (2007) , **Firm Performance and Corporate Governance Through Ownership Structure: Evidence from Bangladesh Stock Market,** International of Business Research Papers , Vol. 3 No.4 , PP 88-110.

65. Jafaar .A and El Shawa . M . (2009) , **Ownership Concentration, Board Characteristics and Performance** , Available at SSRN: http://ssrn.com/abstract=1392727.

66.Javed , A., Iqbal, R. (2007) , **Relationship between Corporate Governance Indicators and Firm Value** , http://mpra.ub.uni-muenchen.de/2225.

67.Jensen , M. (1986) , **Agency Costs of Free Cash Flows, Corporate Finance and Takeovers**, American Economic Review – Papers and Proceedings N0. 76.

68.Jensen, Michael C.(1993), “**The modern industrial revolution, exit, and the failure of internal control systems”,** Journal of Finance, 48 (July): 831-880.

69.Jensen, M., and W. Meckling (1976) , **Theory of the Firm: Managerial Behaviour,Agency Costs, and Ownership Structure**. Journal of Financial Economics 3, 305–360.

70.Kajola, S .(2008). **Corporate Governance and Firm Performance: The Case of Nigerian Listed Firms** . European Journal of Economics Finance and Administrative Sciences , ISSN 1450-2887 Issue 14.

71.Klapper, Leora F. and Inessa Love (2004), **“Corporate Governance, Investor Protection and Performance in Emerging Markets**,” Journal of Corporate Finance, vol. 10, pp. 287-322..

72. Kumar , J. (2003) . **Does ownership structure effect firm value ? evidence from India** . available at http://ssrn.com/abstract=464521.

73.Kyereboah-Coleman, A., and Biekpe, N. (2005). **The relationship between board size board composition, ceo duality, and firm performance: experience from Ghana.** working paper, University of Stellenbosch Business School, Cape Town.

74.Kyereboah-Coleman, A and Biekpe , N . (2006) , **The link between corporate governance and performance of the non-traditional export sector: evidence from Ghana**¸ corporate Governance journal , Vol. 6, No. 5, pp 609-623,

75.Lam T. and Lee.K,(2008) , **CEO duality and firm performance: evidence from Hong Kong , Journal Of Corporate governance ,** Vol , 8 , No3 , PP 299-316.

76. LaPorta, R., Lopez-De-Silanes, F., Shleifer, A., and Vishy, R., (2000) , '**Investor Protection and Corporate governance'** Journal of financial Econimics, Vol.58, pp.3-27.

77. LaPorta, R., F. Lopez-de-Silanes, A. Shleifer, and R. Vishny. (1998) . "**Law and Finance**", Journal of Political Economy, Vol. 106, No. 6, pp. 1113-55

78. Larcker, D., S. Richardson, and I. Tuna (2004) , **How Important is working paper , Corporate Governance?** University of Pennsylvania.

79. Lazarides,T., Pitoska, E . (2009) , **Corporate governance and debt to equity ratio.** working paper ,available at SSRN, http://ssrn.com/abstract=1408408.

80. Lehn, Kenneth, Sukesh Patro, and Mengxin Zhao, (2004), **Determinants of the size and structure of corporate boards:1935-2000,** Working paper, University of Pittsburgh.

81. Lins, K. V.(2003) , '**Equity ownership and firm value in Emerging markets',** Journal of finance and Quantitaive Analysis, Vol.38, No.1, pp.159-184.

82. Lipton, M., Lorsch, J. (1992) , **'A Modest Proposal for Improved Corporate Governance'**, Business Lawyer, vol. 48, no. 1, pp. 59-77..

83. Lipton, M., Lorsch, J.(1997) ,**Should directors grade themselves ?** across the board , 34(5) , PP 40-44.

84. Lyengar, J., and Zamplelli, E .(2009) . **Self-selection, endogeneity, and the relationship between CEO duality and firm performance** , Strategic Management Journal , Volume 30 Issue 13.

85. McKnight , p ., Weir,C. (2008) , **Agency costs, corporate Governance mechanisms and ownership structure in large UK publicly quoted companies**: **A panel data analysis** , Elsevier , The Quarterly Review of Economics and Finance 49 (2009) 139–158.

86.Morck R, Wolfenzon D, Yeung B.(2004). **Corporate Governance, Economic entrenchment and growth**. NBER Working paper 10692.

87.Morck R ., Steiner,L. (2005) , **The global histoty of corporate governance : an introduction ,** NBER working papers , no 11062.

88.Muth, M. and L. Donaldson.(1998**), Stewardship theory and board structure: A contingency approach**, Corporate Governance: An International Review, pp. 5-28.

89.Moustafa , M .(2005). **The Separation of Ownership from Control and Firm Performance Evidence from UAE**. Journal of Economic & Administrative Sciences Vol. 21, No. 2, PP 35-51.

90.Nam, S and Nam, C. (2004), **Corporate Governance in Asia: Recent Evidence fromIndonesia Republic of Korea Malaysia and Thailand,** Asian Development Bank Institute, Manila Paper No. 2818. Washington, D.C.: World Bank.

91.Nicholson, Gavin J. & Kiel, Geoffrey C. (2004) "**A Framework for Diagnosing Board Effectiveness**", Corporate Governance, Vol. 12, No. 4: 442-460, October.

92.Ouyang , Bo.(2007), **Lead directorship , corporate governance and firm performance** , PHD Dissertation , university of Texas and Arlington .

93.Pallthitta , R .(2005) . **Corporate governance and firm performance an analysis of ownership structure , profit redistribution and diversification strategies of firms in India** . PHD Dissertation.

94.Pacini,C ., Hillison,W., Marett, D .(2008) . **Board size and firm performance in the property-liability insurance industry .** Emeraldinsight Vol.24 , PP 249-285.

95.Petkova, N. (2008) . **Does Foreign Ownership Lead to Higher Firm Productivity?** Working paper.

96.Phillips, R. (2004). **Some key questions about stakeholder theory**. Ivey Business Journal**,**March/April, pp.1-4.

97.Prassana , P. (2008) , **Foreign institutional investors : investment preferences in India** , Journal of adminstration and governance , Vol 3, No2.

98. Punnose E.M. (2008), **A Profitability Analysis of Business Group Firms vs. Individual Firmsin the Indan Electrical Machine Manufacturing Industry**, The Journal of Management Research, 7: 52-76.

99 . Ramasamy , B., Ong , D., Yeung, M . (2005) , **Firm size , ownership and performance in the Malaysian palm oil industry** . Asian Academy of Management journal of accounting and finance , Vol. 1, PP 81– 104.

100. Rashid , K , 2008 , **A Comparison of Corporate Governance and Firm Performance in Developing (Malaysia) and Developed (Australia) Financial Markets** , PhD Dissertation.

101. Rechner, P.L., and Dalton, D.R. (1991), **CEO duality and organizational performance: a longitudinal analysis**. Strategic Management Journal, Vol. 12 No. 2, pp. 155-60.

102.Rong-Jie , C . (2008) , **Debt financing and tunneling of Chinese listed firms .** ***China***-Usa business review Vol.7, No2 , Serial No.56

١03. Schulze, W., Lubutkin, M., Dino, R., Buchholtz, AK. (2001) . **Agency relationships in family firms: theory and evidence**. Organization Science Vol 12, PP 99-116.

104. Shaheen, R., and Nishat, M. (2005). **Corporate governance and Firm Performance- An Exploratory Analysis** , presented at the 2nd Annual conference on Corporate Governance, Lahore , University of Management Sciences.

105 Shakir , R . (2008). **Board size , board composition and properity firm pwerformance** . working paper , Department of Estate Management Faculty of Built Environment Universiti Malaya ,Kuala Lumpur.

106 . Shleifer, A. and R. Vishbdelny.(1986), **Large shareholders and corporate control,** Journal of Political Economy 94, pp. 461-488.

107 . Shleifer, A, and R.W, Vishny (1997) **"A survey of corporate governance"**, Journal of Financial Economics, Vol 52(2), pp 737- 783.

108. Silva, F., Majluf, N., & Paredes, R. D. (2006). **Family ties, interlocking directors and performance of business groups in emerging countries:** The case of Chile. Journal of Business Research, 59, 315-32.

109 .Singh, M. and W.N. Davidson III, (2003), **Agency costs, ownership structure and corporate governance mechanisms**, Journal of Banking and Finance 27, 793-816.

110 .Stulz , R. (1988). **Managerial control of voting rights: Financing policies and the market for corporate control**. Journal of Financial Economics Issue 20, PP25-54.

111. Thomsen, S, T. Pedersen, H. Kvist (2003), "**The Effect of Blockholder Ownership on Firm Value in Market and Control Based Governance Systems."** Copenhagen Business School Working Paper.

112. Thomsen S, Pedersen T. (2000). **Ownership structure and economic performance in the largest European companies**. Strategic Management Journal **2**: 689-705.

113. Titman, S. (1984) . **The Effect of Capital Structure on a Firm's Liquidation Decision.** Journal of Financial Economics Vol 13: 137-151.

114. Tobin, J.(1958), **Estimation of relationships for limited dependent variables**, Econometrica 26, pp. 24-36.

115. Tranadisaikul , C . (2007) . **Firm ownership structure and performance : an empirical study of the manufacturing sector in Thailand** . PHD Dissertation , University of New Haven .

116. Tsai,H., and Gu , Z .(2007). **Institutional Ownership and Firm Performance: Empirical Evidence from U.S.-Based Publicly Traded Restaurant Firms** . Journal of Hospitality and Tourism Research_Vol. 31, No. 1, pp19-38.

117. Van Der Walt , N ., Ingley, C . (2001) . **Evaluating board effectiveness: the changing context of strategic governance ,** Journal of change management , issue 1 , Vol 4, PP 218-234.

118. Vafeas, N. (2000), **'Board Structure and the Informativeness of Earnings',** Journal of Accounting and Public Policy, vol. 19, no. 2, pp. 139-160.

119. Vong , A ., Linn , Y . (2008) . **ownership structure and corporate performance of china's privatized enterprises** , working paper .

120. White, J.W., and Ingrassia, P. (1992). "**Board Outs Managers at GM; Takes Control of Crucial Committee**", The Wall Street Journal, Vol April 7, A1,A8

121. Yermack, D., (1996), "**Higher market Valuation of a Company with a Small Board of Directors,"** Journal of Financial Economics 40: 185-211.

122. Yen, T., Andre,P.(2006) , **Concentrated ownership structure and long term operating performance of acquiring firms , the case of English origin countries** . working paper .

123. Zheng, Y . (2007) , **corporate governance and firm performance , phd dissertation** , the state university of new Jersey

124. Zeitun, R. and Tian, G. G. (2007), '**Does Ownership Affect a Firm's Performance and Default Risk in Jordan?**', Corporate Governance, Vol. 7, No. 1, pp. 66-82.

125. Zeitun, R.(2009) , **Ownership structure , corporate performance and failure , evidence of panel data of emerging market the case of Jordan** . corporate ownership and control , Vol 6 , issue 4.

ثالثا : المنشورات

1. Cadbury Committee, 1992, '**Report of the Committee on the Financial Aspects of Corporate Governance'**, London, Gee Publishing
2. OECD , (1999) . **Principles of corporate governance** organization for cooperation and development , Paris

رابعا : مواقع الإنترنت

1- http://www.amawi.info
2- http://www.ase.com.jo
3- http://www.hawkama.net/AboutHawkama.asp?id=1)
4- http://www.dos.gov.jo

The Impact of Corporate Governance on the Performance of Listed Jordanian Industrial Corporations : An Empirical Study

By

Munjed Mueen Marji

Supervisor
Professor Khalid Al-Khatib

Co- supervisor
Dr. Khalil Nemer

The Thesis was submitted in partial fulfillment of the Requirements of the master's degree of arts in accounting

Deanship of Academic Research and Graduate Studies
Applied Science Private University

2009 / 2010

The Impact of Corporate Governance on the Performance of Listed Jordanian Industrial Corporations :An Empirical Study

By
Munjed Mueen Marji

Supervisor
Professor Khalid Al-Khatib

Co- supervisor
Dr. Khalil Nemer

Abstract

The relationship between corporate governance and companies' performance has captured much attention among academics, investors, economists and financial decision makers in the last decade due to the worldwide argument concerning the effect of corporate governance factors on the companies' performance. Therefore, this study has come as an attempt to examine the effect of corporate governance factors, represented by ownership structure, the features of the board of directors (board size and CEO duality), agency cost, and the financial leverage, on the Jordanian companies' performance represented by (1) accounting performance measures, such as return on equity (ROE), return on assets (ROA), and (2) market performance measures (Tobin's Q) and earning per share (EPS). In addition, the size effect was investigated in order to explore whether there are differences in the effect of corporate governance variables on the companies' performance between small and large firms.

The study relied on the published secondary data for a sample consisting of twenty Jordanian manufacturing companies listed in Amman Stock Exchange (ASE) for the period 2003-2007. The results of the multiple regression analysis and the univariate analysis indicated that there is a negative significant relationship between ownership structure variables and the companies' performance except, for the foreign ownership which reported a positive significant effect on the companies' performance, and a significant positive effect of the firm size and board of directors size on the EPS and Tobin's Q. Moreover the results have shown that there is a significant negative effect of the financial leverage on ROA and Tobin's Q, and a negative significant relationship between agency cost and Tobin's Q, EPS, and ROE, and also a negative significant relationship between CEO duality and Tobin's Q.

This study, therefore, recommends that the companies listed in Amman Stock Exchange abide by the guide rules of corporate governance issued by Jordan Securities Commission in 2008, and separate the positions of the chief executive officer and chairman of the board of directors.